全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财报越看越有趣

世界上没有看不懂的财报

肖星
清华大学会计系主任

赖其聪
广东猛狮电源科技股份有限公司
副董事长、副总裁、财务总监

/鼎力推荐/

徐友斌◎著

FINANCE

财务报表还能这么玩儿？！

既不用公式，也不谈指标，它不是课本，却能像课本一样覆盖关于财务报表的所有知识点

>>>>>>>>>>>>>>>

谈谈案例、讲讲故事，
轻轻松松讲清三大财务报表要点，分分钟读懂财报

ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财报越看越有趣

徐友斌◎著



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

财报越看越有趣 / 徐友斌著. —杭州：浙江大学出版社，2014.8

ISBN 978-7-308-13544-3

Ⅰ.①财… Ⅱ.①徐… Ⅲ.①会计报表—基本知识 Ⅳ.①F231.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2014）第 158041 号

财报越看越有趣

徐友斌 著

策 划 者	杭州蓝狮子文化创意有限公司
责任编辑	黄兆宁
出版发行	浙江大学出版社 （杭州市天目山路 148 号 邮政编码 310007） （网址：http:// www.zjupress.com）
排 版	杭州林智广告有限公司
印 刷	浙江印刷集团有限公司
开 本	710mm×1000mm 1/16
印 张	14.25
字 数	157 千
版 印 次	2014 年 8 月第 1 版 2014 年 8 月第 1 次印刷
书 号	ISBN 978-7-308-13544-3
定 价	39.00 元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江大学出版社发行部邮购电话：（0571）88925591；http://zjdxcbs.tmall.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐序1

这是一本很有新意的财报分析指南。

市面上的财报分析书籍，大抵遵循的是一种“自下而上、由点及面”的分析思路，即先分析每一个报表项目、每一张报表，再来分析报表之间的关系。这种分析方法，很是精确，却失之呆板；并且容易只是停留在财务数字的分析之上，而忘了深入挖掘至业务层面。

我们常常用“庖丁解牛”来形容一个人对某件事情得心应手、了然于胸，分析财报似乎也是如此。报表中的每个项目都代表企业这头“牛”的某个细节，通过对这些细节进行分析，就能了解到企业在某个方面的表现。但是，一个个器官的叠加并不能产生一头活生生的牛，报表项目分析的简单汇总自然也无法反映出企业的全部。企业是一个有机的整体，是一个生生不息的循环，而不是可以随意分割的会计科目。因此，这本书并没有像常见的财报分析书籍那样，对逐个报表项目进行罗列，而是从整体入手，致力于为读者构建一个企业的“整体面貌”。这是这本书的第一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特色。

财报不过是业务的"镜像",既可以映射出企业的方方面面,也可以像"照妖镜"一样,让企业显露出它的"真身",业绩的好坏、数字是否粉饰都在这一层分析中显现。但是,面对同一份报表,有人只能看到满眼的数字——财务人员也好,研究财报的人也好,自然不能只懂财务数字,其视野不应局限于此——有人却能看出数字背后的业务和企业的竞争优势("护城河")。数字不过是企业的"相",破除诸"相",才能见证"如来"——也就是企业的真实情况。如何破"相"? 财务和业务分析的结合自是正道,这是这本书的第二个特色。

市场上的企业万千,它们的财报看起来却大同小异。但形似神离,每个行业都有自身的特点,每家企业都有自己的精气神,任何一本书都不可能穷尽这些"具体情况",我们必须具体情况具体分析。我们常说,"授人以鱼不如授人以渔",分析的逻辑比传授几个公式更为重要。正如书中所言,经济学界的牛人凯恩斯和哈耶克之间的争执,不仅仅是经济理论的分歧,更是背后哲学思想的不同,掌握了这种分析的逻辑,我们才能透过数字,摸到企业的"雪泥鸿爪"。这是这本书的第三个特色。

三个特色成就了这本书的新意,读来令人有一种新的感受。

此外,学习财务或者从事财务工作的人多半养成了"谨小慎微"的职业习惯,传统的财务书籍也往往显得"一本正经"、言语拘谨,作者的行文却颇为活泼,这无疑大大增加了此书的趣味。

清华大学会计系主任　肖星

2014年6月17日于清华园

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐序2

接到为“糯米大人”（即本书作者）新书写序的邀请，我实在感到很意外。朋友圈内皆了解，本人虽大学修读文科类专业，但本质上却仍是个理科男。我自知没有生花妙笔，也不是名士红人，怎能为其新著写序？作为虚长他一届的直系师兄，我大学时代就与其相识，此时盛情难却，最终还是将此事答应下来。

当我们还在ARGO（中山大学逸仙时空BBS）上相互讨论与交流时，糯米大人在财经会计上的深厚造诣和文采飞扬的文字功底就已深令我等折服，圈内好友因此皆称其为“糯米大人”。毕业10年以来，岁月变幻，糯米大人不但没有荒废所学，反倒将自身两方面的优点结合起来，另辟蹊径，以幽默的语言、显浅的事例，写出了一本寓知识于休闲的财务职场小说和一本令财务分析不再枯燥的财报分析类著作。作品虽有瑕疵，但其新意灿然，不乏洞见。

这一次，糯米大人又在前作的基础上推出新作——《财报越看越有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

趣》，进一步以翔实的案例、生动有趣的语言，向我们全面展示公司财报中所隐含的方方面面。它的出现，将很大程度上帮助广大缺少财会基础，或希望进一步提升财报分析能力的读者，解决看不懂财报的问题。

另外，《财报越看越有趣》的分析角度也大异于市场上的同类书籍，其蕴含的分析逻辑和解决问题的思维尤其值得我们关注。对于广大会计专业的学子来说，这本书无疑是提升自身理论水平和实践分析能力的上佳选择。

广东猛狮电源科技股份有限公司

副董事长、副总裁、财务总监

赖其聪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自 序

这是我的第三本书。

三，是一个特别的数字。《道德经》有云："道生一，一生二，二生三，三生万物。"这个"三"，是万物的"源头"，也是一个好兆头。早年间我亦曾想过，有朝一日会将自己的姓名印在纸张上、散诸众人，立言于有生之年亦是一番快事，但那时不过是年少轻狂，今已逾而立，一介布衣汲汲于稻粱，纵未折腰，也花去了不少心思，幸运的是，方寸间总还剩了一丝清明。所以当初有了机缘，得以出版第一本书的时候，着实有些欣慰。

我的第一本书走的是传统的套路，写我对财报的看法。虽有一个完整的框架，但囿于琐事终是失于深切。第二本书则是为了了却一些私事，想要在文字间留下些念想，奈何最终出版的故事，篇幅被减去了三分之一，内容较之初心，更是未能始终。意兴阑珊，本已不愿再做这"二道贩子"，财报也好，故事也好，都未曾离开赖以谋生的职业，但运用之妙，存乎一心，许多事情实非文字所能形容。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而前缘已定，我对吴晓波先生的部分作品颇为激赏，其中内容亦对青年时期的我有着不小的影响；时光变迁之间，年月沉淀之后，我对财报的看法也有了新的思路，纵然不敢说是革命的鼎新，也如星星之火般坚韧。阳明先生《传习录》有言，“知是行之始，行是知之成”，既然有“知”，当然就要有所“成”，因此才有了我和蓝狮子的这次合作，这也是一份机缘。

我们的教育，最缺的不是难度，也不是技术，缺的是逻辑和新意，所以我们在学生时期能拿到奥林匹克竞赛的世界冠军，却只能在进入社会后一板一眼、生搬硬抄。于是，拿到一份财报，很多人就要把它拆成三张报表，照着那几个公式，算来算去。可惜的是，每一家企业都是有血有肉的组织，不是冷冰冰的指标。真正了解一家企业，要做很多功课，这份功课是一套逻辑之下的抽丝剥茧、层层梳理，公式不过是最后一种简略的概括罢了。这就是我写这本书的意义。

在这本书里，我不再给出一个完整的框架，也不再去区分资产负债表、利润表或者现金流量表，更不会再去解释每一个公式到底是如何计算，这些都是浮云。比这些更重要的是，我们必须有一套自己的分析系统和逻辑，去发现企业深处的秘密，这也正是“三生万物”的意义。

没有完美的企业，也没有完美的书稿，书中或许会有很多错漏，我只能对此表示歉意。当我写下最后一个字的时候，窗外的阳光很好，“万物负阴而抱阳，冲气以为和”，一切都很美好。

徐友斌

2014年5月5日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

第 1 章 财报初体验

财报简史 //3
编财报就是“戴着镣铐跳舞” //6

第 2 章 企业的“史记”

一窥企业的家底儿 //13
资产创造价值 //16
资产变现偿债 //20
资产结构:盈利和变现的最优配置 //24
资本结构:平衡负债与权益 //28
负债二三事 //31
均衡和效率:资产、负债和权益 //36
资产负债表里的“护城河” //44

第 3 章 一切为了利润

收入的增长和持续增长 //53
成本的秘密 //59
毛利率,没什么比这更重要 //65

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利润表里的“护城河” // 71
利润是怎么来的 // 79

第 4 章 财务分析的显微镜

从哈耶克到凯恩斯，从索罗斯到巴菲特 // 87
分析的逻辑 // 91
三张报表和一个故事 // 95
深度分析：杜邦分析法的运用 // 102
整体分析：企业的自洽 // 106
行业周期和行业结构 // 111
企业的“护城河” // 120

第 5 章 风险的价格

风险社会 // 155
固定成本的陷阱 // 159
借鸡生蛋的财务风险 // 162
杠杆！杠杆！ // 166
消失的业务 // 169
一枚硬币的两面 // 179

第 6 章 财报是一面“照妖镜”

新大地的故事 // 189
舞弊三角“神器” // 193
合法的犯罪：盈余管理 // 198
舞弊和“补丁” // 206
“照妖镜”案例分析 // 209

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第1章

财报初体验

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财报简史

一切都要从财报的前生今世说起。

在大家还在结绳记事的时候，显然不需要什么财报，那会儿能把数字数清楚已经不错了。到了后来，自给自足的经济出现了，大家喂马砍柴，面朝大海，春暖花开，自己满足自己的需要，有什么事情一清二楚，自然也不需要财报。

再后来，社会分工进一步发展，大家开始专门从事自己最擅长的事情，出现了“工作”，也出现了“资本雇佣劳动”。作为“资本家”的人不一定有时间、有精力、有能力听到、听懂“来自第一线的炮声”，但是，本着为自己的血汗钱负责的精神，投入金钱的“资本家”，也就是股东们自然需要被雇佣的劳动者给自己一个“交代”——这个交代就是财报，财报反映了劳动对资本的“信托责任”。

劳动没有贵贱之别，但有富穷之分，工钱的差别还很大，劳力者费力，劳心者费神，劳力者总是在劳心者之下。孟子早在 2000 多年前就说了：“然则治天下独可耕且为与？有大人之事，有小人之事。且一人之身，而百工之所为备，如必自为而后用之，是率天下而路也。故曰，或劳心，或劳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力；劳心者治人，劳力者治于人；治于人者食人，治人者食于人；天下之通义也。”在这样的“天下通义”中，股东管不了那么多，也无须费心劳神一个个去检查，只需要查看工钱最多的“大人”——也就是管理层，为其提交的财报即可。

这就是财报的简单历史。真实的历史过程自然曲折繁复，但大概也就是如此了。

也就是说，财报是管理层和股东的桥梁：股东投入资本，并聘请管理层为其管理资本、开展经营活动；管理层通过财报阐述这些活动的过程及其成果——也就是说，我用你的钱都干了些什么，有没有赚钱、赚了多少。这就像是一个 money in money out 的过程，钱进钱出，中间过程是一个黑匣子。

由于经济活动的不断扩展，这里的股东不仅仅包括既有的股东，也包括潜在的股东，财报的最初意义因而大为扩展，内容也越来越复杂。但尽管如此，财报的宗旨是不变的：为股东或者其他利益关联方（比如潜在投资者、政府部门、新闻媒体，甚至是任何对企业有兴趣的人）提供一面“镜子”。透过这面镜子，股东或者其他的利益关联方能够看到管理层的活动、企业的过去和现在，当然，也有人利用它来预测未来。

李玟有一首歌叫《魔镜》，里面有一句歌词是这么唱的：

魔镜魔镜告诉我
男人到底要什么
Mirror Mirror on the Wall
Who's the Fairest of Them All
……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财报就是这样的魔镜。

当然，它不能告诉你“男人到底要什么”，但可以告诉你“管理层到底干了什么”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

编财报就是“戴着镣铐跳舞”

财报很重要。

魏末晋初的时候，有一个号称竹林七贤的小圈子，也就是那个时候的“公知”。竹林七贤个个都很有名气，其中有一个叫嵇康的，对玄学很有研究，也很有名气。太傅钟繇的儿子钟会对玄学很感兴趣，也是嵇康的粉丝。有一次，他锦衣玉马地跑去造访嵇康，准备与嵇康好好探讨一下当时的显学“清谈玄理”。但是很不幸，嵇康当时正在柳树下接受“劳动改造”，扬锤锻铁，他装作没看见钟会一样，自己玩了几个钟头。钟会好歹也是个官二代、世家子弟，还是很有教养的，并没有放狗咬他或者把他抓起来，只是觉得没意思就打算静悄悄离开。要说嵇康有个性，他还真有个性，这时候他突然发问：“君从何处来，要往何处去？”钟会这官二代不仅会吃喝玩乐和遛狗，脑子反应也挺快，立刻答道：“我从来处来，要往去处去。”

这个故事就这么结束了，嵇康和钟会两人的简单对话看起来很玄奥，其实很简单，无非是弄清楚事情的来龙去脉。当然，当事人都带着点意气，于是也就造就了后面的悲剧——这是后话，此处不表。

为什么我们要在开头说这样一段看起来与财报毫不相关的故事？关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

键在于那八个字：从来处来，往去处去。

对钟会来说，他从来的地方来，要往要去的地方去，这是很简单的事。但对于很多刚刚接触财报的人而言，认识财报上的每一个“字”不难，它们甚至能抄起计算器依葫芦画瓢地算一算各种指标，但是，却并没有真正理解资产负债表的内在机理，自然也不知道资产负债表到底是什么东西。

老祖宗孔子早就说过类似的话。

朱熹的《朱子语类》中记载，孔子曾经说过：“‘四十而不惑’，是知其然；‘五十知天命’，是知其所以然。如此说得否？”同一出处，孔子又对此作了简要回答：“如门前有一溪，其先得知溪中有水，其后知得水源头发源处。如‘天命之谓性，率性之谓道’。四十时是见得那‘率性之谓道’；五十时是见他‘天命之谓性’。”意思就是：在某种意义上，知其所以然比知其然更重要。若不追溯“门前一溪”的源头，知其“水源头发源处”，又何以知道这“溪水的秉性”？

财报本身是“知其然”，而财报是怎么炼成的则是“知其所以然”；财报本身固然重要，但真正读懂财报、知道财报是如何“制造”出来的更重要。

知其然还要知其所以然，这是掌握事物的终极“心法”，不然就只能是依葫芦画瓢。做不到举一反三，最多也就是个机器人。但世上万物变化何其多样，如果只是懂得固定的招式，自然是应付不来的，所谓“以不变应万变”，变的是外物，变的是应对的战术，但不变的是原理，是应对之“道”。

经济是如此复杂，虽然宏观经济看起来像是一座摩天大厦，但却是由许许多多不同的细分行业构成，且同一个行业也会在不同年份展现出不同特征：金融业与钢铁业自然有许多不同，IT 业在上演疯狂之时，传统媒体却在感慨行业的末日；同样，2013 年之前，煤炭价格高涨，火力发电

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

厂叫苦连天，出现了行业性亏损，2013 年之后，煤炭的价格却一直下行，火力发电厂开始闷声发财……

但这些不同的企业，却都有一份看起来很相似的财报，无论是样式还是术语。财报是一种抽象的商业语言，以货币的形式对不同的经济活动进行高度概括，这种概括能让我们比较不同的行业和不同的企业。想象一下，如果没有这种抽象，我们可能就得用钢铁企业的钢铁和养鸡场的鸡进行比较，那真是一种很有"技术含量"的对比。

抽象是一种双刃剑，带来了好处，也带来了坏处。就像游戏玩家必须遵循一致的游戏规则一样，没有了统一的编制财报的规则，任何人都可以随心所欲，那财报也就失去了作用。

编报财报的"游戏规则"就是会计准则和一系列的会计制度，也就是说，不管什么样的企业，都要在这样的"游戏规则"下编报财报，这样的财报才有了比较的基础。这样的"游戏规则"就好像给财务人员戴上了"镣铐"，为他们指定了一个玩乐的"圈子"，告诉他们该如何去玩；但任何游戏如果把玩家限制得太死，那将失去了趣味，所以说，"游戏规则"并没有完全锁死财务人员——经济活动的复杂性，处理经济事务时需要的"专业判断"，都导致了"游戏规则"的弹性。

比如，一台电脑究竟可以使用几年？有些企业财大气粗，不仅购买高端机型，而且没两年就准备淘汰；有些企业可能精打细算，新三年旧三年，缝缝补补又三年。不同的企业有不同的处理方式，因此，我们就需要对电脑的使用寿命进行"估计"。既然是估计，那自然就会有不同：两年的使用寿命可能偏于激进，但不能说过分，因为按照摩尔定律，很多电子产品刚买到手就已经可以淘汰了；5 年属于中规中矩；10 年则可以说企业小

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

气，但它毕竟也没错。显然，不同的使用寿命估计会产生不同的结果。

再举一个例子。权责发生制和收付实现制是两种不同的原则：权责发生制要求以权利和责任的发生来决定收入和费用的归属期；而顾名思义，收付实现制则是以实际收到或支付的资金来确定收入和费用的归属期。由于会计期间假设的存在，不同的原则会导致不同的处理结果。当然，目前对于企业而言，权责发生制是法定的选择，但权责发生制的选择也带来很多的不确定性，比如费用的分摊。可以说，法定选择权责发生制，是给财报带上了枷锁，但权责发生制自身依然还有很多的空间去运作。

于是，结果就是如此：一方面，财报是“游戏规则”下的成品；另一方面，这成品如何却并不是确定的，就犹如给不同的厨师以相同的原料，有的厨师可以炒出色香味俱全的佳肴，而有的却完全没戏。因此，财报就像是戴着镣铐的舞蹈，高手能跳得好看又不会滑出边界，低手则会弄出一份难看的表格，又或者干脆出了界。

那么，作为财报的使用者，我们需要知道，财报是如何制造出来的。我们要喝这门前之溪水，自然是要看看这溪水在源头上有没有被污染，中途有没有被人倒了苏丹红之类的添加剂了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2章

企业的“史记”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一窥企业的家底儿

资产负债表静态地记录了企业在某个时点的状态。我们在使用搜索引擎搜索资料时，往往遇到一些网页已经被删除的情况，这个时候，搜索引擎会提供快照功能，从而显示该网页在某个时点的整体状况，类似于给它拍了一张照片——历史的见证。没错，资产负债表就是定期给企业拍一张“快照”，这张照片涵盖了企业的财务状况，它的资产、负债和权益。

资产包括负债和权益，这是会计行当里最基本的原则，也是资产负债表的基础。一切具体的会计处理都是由此衍生而来的。

资产是一个企业在此时此刻所拥有的“资源”，包括手头的现金、银行里的存款、拥有的设备和厂房等，这是企业的“家当”，企业要靠着这些资产去运作，去赚取利润。而这些资产是从何而来的呢？一个源头是股东投入的资本，这是最根本的源头，很好理解；还有一个源头是企业运作资产获得利润后的积累，这在资产负债表上体现为留存收益或者未分配利润。这两个源头共同构成了“权益”部分。最后一个源头则是负债，股东投入的资本和留存收益或许还不“解渴”，于是企业可能会向银行等机构借款，也有可能面向公众发行债券，还有可能占用供应商或者雇佣职员的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资源，以上构成了企业的“负债”。

权益和负债的本质区别在于：对企业而言，并不需要偿还权益，也不必为权益强制支付成本——也就是分配股利。因此，这是一种可选动作。而负债则不同，本质上这是债权人的资金，企业必须偿还，还须为其支付成本——也就是利息。还本付息，这是一种规定动作。当然，我们的前提是企业会持续地经营下去，并且不会“耍流氓”。

我们或许也可以这样理解，权益和负债是企业的全部“资本”，这些资本根据企业运作的需求，被转换成不同形式的“资产”。简单来说，管理层如何配置资产就是经济学意义上的资源配置问题，任何企业的管理层都力图实现最佳配置，从而获取更多的回报。

有一个男人张默然和一个女人刘晓禹终于成功地组建了家庭，现在他们必须面临一个许多人都需要面对的问题——婚房。两人打算买一套100 平方米的方子，总价是 300 万元，然而两人手头的积蓄只有 60 万元，这还不够首付。于是，两人决定向其中一方的家长借款 40 万元。很快，房子买到手了，房产证上写上了这一对新婚夫妇的姓名，这套房子也成了这个“家庭企业”的资产。房价加上各种税费一共 308 万(忽略银行按揭利息费用和时间成本等)，而两人的银行存款也只剩下了 2 万元。

现在，我们来分析一下这个“家庭企业”的“资产负债表”。很显然，它的资产包括一套 100 平方米的价值 308 万元的房子和 2 万元的银行存款，而它的负债则包括向一方家长借用的 40 万元，向银行按揭贷款的210 万元，自己手头的 60 万元积蓄则被计入权益。

以家庭为案例虽然亲近，但似乎不够专业，我们再来看一个上市公司的案例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据华谊兄弟传媒股份有限公司(股票代码：300027)2012 年的年报，在 2012 年 12 月 31 日这个时间节点，华谊兄弟的所有负债和权益为 41.38 亿元。也就是说，华谊兄弟通过不同的融资渠道，如股东投入资本、留存收益、借入负债、占用供应商等他人资源，一共筹集了 41.38 亿元的“资本”。这之后，华谊兄弟根据自身业务的需要，将上述“资本”在不同的资产类型间进行配置——我们可以看到，华谊兄弟的资产包括流动资产 27.94 亿元和非流动资产 13.44 亿元，两者占总资产的比例分别为 67.52%和 32.48%。

而仅在一年之前，也就是 2011 年 12 月 31 日，华谊兄弟的所有负债和权益为 24.64 亿元，配置的流动资产和非流动资产分别为 19.03 亿元和 5.61 亿元，两者的配置比例为 77.23%和 22.77%。

通过这两张“快照”，我们可以看到华谊兄弟在“资本”来源以及资产配置方面的各种变化，一方面了解华谊兄弟在某个时点的静止状态，另一方面，也可以了解在两个时点之间的动态变迁。

这就是资产负债表的意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产创造价值

为什么企业要将全部权益和负债转换成不同类型的资产？因为不同资产能创造的价值是不一样的，也就是说资产的盈利能力不一样。

资产盈利不外乎两种来源。

一种是“种豆得豆，种瓜得瓜”，然后卖出豆、瓜赚钱。这在法律上叫孳息，在财报上反映为净利润或每股收益。也就是说通过资产的不同组合投入，最后以“生儿育女”的方式生产了不同的终端产品或服务，企业卖出这些产品或服务而获利。这种获利源于资产，但并非资产本身，属于资产收益。

另一种则是资产本身的盈利，也就是资产价格增值。有一个非常新鲜热辣的例子是，地产商原本是要通过卖房子来获取盈利的，但由于近10年房价飞涨，导致房子对应的“原材料”——地块价格也猛涨，于是，有些房地产商只要拿到地然后囤着不动，就能大获其利。比如说“专业囤地20年”的新世界中国就非常擅长从资产价格的增值获利。其在北京的新景商务楼地块，总建筑面积为69872平方米，其中包含写字楼37814平方米和商场11600平方米，由于拿地时间很早，合同价款只有675万元，换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

算为楼面地价则仅为 96 元/平方米，但周边同类物业在 2013 年的售价已经超过 5 万元/平方米，优质项目更是突破 10 万元/平方米。用一个现在比较流行的短语来形容这种资产价格的上涨就是："躺着都赚钱。"新世界中国的这种囤地行为非常著名，以至于被业内命名为"十年盘模式"——当然，从商业角度来说，这无可厚非，当预期资产价格将出现持续性上涨时，最好的获利方式当然只有一个，那就是持有。因为相对于出售产品或服务，资产价格的上涨往往来得更快，耗时更短，当然，也更容易导致泡沫。

依然以张家的"家庭企业"为例。假设张默然和刘晓禹是在广州买房，买房时间是 2010 年，那时候，广州市中心的平均房价也不过 3 万元/平方米。到了 2013 年，由于这套房子的地段相当好，以至于即使是二手房，房价也已经涨到 4 万元/平方米。在短短的三年时间里，房价上涨了 33%，张氏企业的绝对收益达到了 100 万元(不考虑各种税费)。可另一方面，假设张默然夫妇在 2010 年就决定将房子出租，平均每个月的租金是 6000 元，三年合计也不过是 21.6 万元。

张氏"家庭企业"的例子说明了两点：其一，资产的盈利能力体现在两个方面，一是资产收益，二是资本利得，并且这两者往往存在关联；其二，资本利得往往超过资产收益，但风险亦然。

对于企业，从分析的角度，我们一般不考虑将它卖掉可能获得的盈利，也就是资本利得——这相对少见，即使出现，很大程度上，这种资本利得也与前一种盈利能力存在紧密关系——即考虑它的资产收益，预期它会持续地"生儿育女"。就好比我们种了一棵苹果树，一般只会给它施肥、浇水，以求多收个三五斗，很少直接把苹果树挖出来给卖了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，不同的苹果树以及不同的果农，在同样的年份里收获的苹果数量、质量都是不一样的，赚的自然是不一样的钱。这是对企业资产盈利能力所作的非常贴切的比喻。

那么，资产收益的多寡又跟什么因素有关系呢？

这主要来源于两个方面：

一方面，是资产本身的收益能力。由于资源的禀赋、稀缺程度、人们的偏好等因素有所差异，不同的资产具有不同的盈利能力。比如同样是苹果树，有些品种的苹果树结的苹果个大味甜，就能卖个好价钱；有些品种的苹果则既不美观，味道也不好，自然卖不了好价格，甚至很有可能被市场淘汰。

另一方面，则是资产的利用效率。即使是同一类型的苹果树，假如某个果农一不小心发现了某种秘密技术，能让苹果树一年挂两次果，那么，同样的一颗苹果树，它的利用效率就是别人的两倍，实现的收益在理论上也是别人的两倍。这种资产的利用效率，我们往往用资产周转率来描述。它的逻辑是，在使用寿命不变的情况下，资产的利用效率，或者说周转率越高，替代性资产资金储备完成所需的时间就越短——这就是企业内部的资产循环系统。

所以，我们可以得到一个简单的公式：

资产盈利能力＝收益能力×利用效率

由于企业资源配置的复杂，我们很难逐个去考虑某项资产的收益能力或者利用效率，但幸运的是，我们可以偷懒。因为资产和资产之间必须匹配，才能实现 1＋1＞2 的效果，也就是获得更好的盈利能力。因此，我们往往可以将企业资产视为一个“整体”，而不是将其大卸八块。同时，我们也可以直接考察盈利能力，而不用单独计算其收益能力和利用效率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，尽管如此，我们依然需要理解资产盈利能力的这种渊源——事实上，利用效率也是管理层能力的重要体现。

也就是说，我们分析华谊兄弟的资产，并不需要去计算其某项资产的现金盈利能力或者其他资产盈利能力，因为这些资产都是根据业务目标来配置的——为了拍摄电影、电视剧或者投资院线，在某种程度上，它们是一套资产组合——所以我们只需要知道这一套资产组合的盈利能力如何即可。

显然，我们又需要指标和公式了。

衡量资产的盈利能力，有很多种指标，比如毛利率、成本费用利润率、总资产报酬率(ROA)、净资产收益率(ROE)、每股收益(EPS)、市盈率(PE)和每股净资产等。这些指标各有不同的含义，其计算也很简单，我们可以很方便地利用它们来评价公司的资产盈利能力。

以华谊兄弟为例，2012 年，该公司的每股收益是 0.4 元，扣除非经常损益后的每股收益是 0.25 元，净资产收益率是 11.53%，扣除非经常损益后的净资产收益率是 7.27%，每股净资产是 3.5 元，将其于 2011 年和 2010 年进行比较，则可判断资产盈利能力的变化，如表 2-1 所示。

表 2-1　华谊兄弟资产盈利能力指标　　　（金额单位：元）

指标	2012 年	2011 年	2010 年
每股收益	0.40	0.34	0.25
扣除非经常损益后的每股收益	0.25	0.30	0.22
净资产收益率	11.53%	12.03%	9.61%
扣除非经常损益后的净资产收益率	7.27%	10.73%	8.56%
每股净资产	3.50	2.79	4.62

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产变现偿债

世界上哪里最不缺钱？想必大家首先就会想起银行，毕竟，银行就是靠钱生存的。不过，银行也有缺钱的时候。

2013年5月，国内金融市场的资金利率全线攀升。以三个月国债利率为例，5月7日，其到期利率为2.59%，6月19日升至3.39%，升幅高达30%；银行间隔夜拆借利率更是狂涨，6月19日的拆借利率高达7.66%，比5月7日的2.36%暴涨了2.24倍。但疯狂并没有结束，随后一天的隔夜头寸拆借利率一下子飙升了578个基点，达到13.44%，银行间隔夜回购利率最高达到史无前例的30%，7天回购利率最高达到28%，而在近年来很长一段时间里，这两项利率往往不到3%。

2013年6月20日，这一天将被载入中国银行间市场的史册。资本市场立刻对这钱荒作出了反应：20日，上证指数大跌2.77%；21日再跌0.52%；24日，市场在经过一个周末的消化后，再度猛跌5.30%；25日，上证指数更是一度探底1849，以至于市场都在调侃“梦回清朝”。

流动性紧缺带来信心恐慌，这一刻大家都理解了“资金是血液”的含义，市场上的所有人都像吸血鬼一样嗷嗷待哺，甚至有点“挟指数以令央

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行”的味道。央行终于坐不住了，随后发布消息称，已向一些符合要求的金融机构提供流动性支持，这才将跌幅收窄。

这一波“钱荒”据说肇始于光大银行违约，但随后银行间市场的利率飙升至少体现出了银行在整体上存在结构性的流动性紧缺，不然不至于出现整体性的恐慌。银行如此，企业何堪？

所以很多时候，仅仅考察资产的盈利能力是不够的，尤其是当企业采取激进的经营策略的时候——那些为了快速扩大规模或者提高净资产收益率，从而采取高财务杠杆的企业，这个时候就是在走钢丝，要么走过去赚得丰厚利润满堂喝彩，要么跌下来被债务压死——我们不仅要考虑资产能赚钱的价值，也要考虑迫于压力需要变现偿债的风险。

宏观经济的流动性有央行在后面背书，企业的流动性最终只能靠自己的资产，这就依赖于资产的变现能力。

简单来说，变现能力是某种资产转换为现金或现金等价物的能力，其主要表现在转换所需要的时间、难易程度以及折价率。

不同资产的变现能力自然不同。

现金的变现能力自然毋庸多言。对于金融性资产而言，由于存在活跃的交易市场，其变现相对容易，交易成本也较低。比如持有一只股票，如果要甩卖，只需要通过交易软件下单卖出即可，发生的交易成本也不过是区区印花税和手续费。而固定资产则需要拿到市场上去吆喝，好不容易找到买家卖掉，可能还不能立刻收到现金，更有可能还要交一部分税金，于是其最终收到的现金自然要大打折扣。对于专用性资产，其变卖的困难程度、耗费的时间和折价率可能会更加惊人，因为它必须与其他资产结合，才能创造出价值。俗语说“好鞍配好马”，如果只卖鞍不卖马，鞍的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值自然也大为降低。

所以说，资产的专用性越强，它的变现能力就越差，交易市场越是死气沉沉；相反，资产的普遍适用性越强，就越容易变现。一个极端的案例是，2011年英国人要甩卖航母“皇家方舟号”，这种“专用资产”的买家自然匮乏，英国政府根本没有什么议价能力，只能将其当成废铁来卖，能赚一点是一点。于是，原本造价2亿英镑的航母售价只有区区350万英镑，以至于媒体讽刺说这个价格“荒唐可笑”。另一个极端的案例则是现金，由于它作为交易媒介存在，所以具有100%的变现能力。

按照变现能力的强弱，企业在资产负债表上将资产区分为流动性资产和非流动性资产。流动性资产一般包括货币资金、应收账款、应付账款、其他应付款、存货等流动性较强的资产，非流动性资产则包括长期股权投资、固定资产、无形资产等流动性较差的资产。当然，这只是一种相对的区分。

当市场出现“钱荒”的时候，大家指望央行注资；当企业出现“钱荒”的时候，大家自然更加喜好流动性资产。因此，评价企业的偿债能力，一般更多考虑企业的流动性资产。在这方面，我们也有许多的度量指标，比如流动比率和速动比率。

以华谊兄弟2012年12月31日资产负债表为例，其流动比率在2012年年末高达1.79，偏于保守的指标速动比率也达到了1.29(见表2-2)。也就是说，当华谊兄弟面临到期的债务时，通过变现流动资产即可完全覆盖风险，这对于企业的正常经营而言基本不会伤筋动骨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2－2　华谊兄弟 2012 年 12 月 31 日资产负债表(金额单位：万元)

项　目	2012 年年末数	2012 年年初数
流动资产合计	279386.95	190228.09
非流动资产合计	134407.52	56147.65
资产总计	413794.47	246375.74
流动负债合计	162068.69	75580.95
非流动负债合计	39252.76	—
负债合计	201321.45	75580.95
流动比率	1.72%	2.52%
速动比率	1.29%	1.80%

注：流动比率＝流动资产÷流动负债；速动比率＝(流动资产－存货)÷流动负债。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产结构：盈利和变现的最优配置

一种理想化的做法是，如果企业全部配置这种既能实现盈利最优，又最易于变现的资产，就实现了最佳的企业内部资源配置。于是有人会问：有没有一种资产既有强劲的盈利能力，又易于变现呢？答案很简单：做梦。

《黄帝内经》开篇第一句“天之道，损有余而补不足”的引申义就是，这世界没有完美的东西，如果有，那必定是“事出反常必有妖”。同样，一项资产的盈利能力和变现能力也往往是“矛盾”的——盈利能力是对变现能力的补偿，变现能力越差的资产，需要具有更高的盈利能力才能“生存”。再退一步，即使在初始状态下真的存在既具有优秀的盈利能力又易于变现的资产，在套利的环境下，它的盈利能力也必然下降。

因此，企业必须权衡不同的资产组合，使自己的资产在某种程度上保持一种稳定的结构，从而使企业的盈利能力和变现能力达到微妙的平衡，并进一步实现股东财富最大化，或者说利润最大化的目标。换句话说，同行业的企业，在资产的组合或者结构上应该具备一定的相似性或特征，因为它们都要完成具有可比性的业务。即便在初始状态，大家都是摸着石

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

头过河,但摸过几次之后,就会慢慢发现一个平衡点,并且向这个平衡点靠近,而不是越摸越远。

以华谊兄弟为例。在上市之初,华谊兄弟的主要业务是电影和电视剧的制作发行,这样的业务并不需要太多固定资产这样的非流动性资产,因此,在其资产结构中,流动资产的配置比例一直远高于非流动资产。这一比例一直高于 2/3,2010 年年末是 82.18%,2011 年是 77.21%,2012 年是 67.52%(见表 2-3)。比例降低是华谊兄弟 IPO 超募,并将超募资金投向院线的结果——这形成了大量的固定资产。但即便如此,华谊兄弟依然是一家典型的“轻资产”公司。

表 2-3　华谊兄弟资产结构　　(金额单位:万元)

项　目	2012 年	2011 年	2010 年
流动资产	279386.95	190228.09	166161.44
非流动资产	134407.52	56147.65	36021.03
资产总计	413794.47	246375.74	202182.47
流动资产占总资产比例	67.52%	77.21%	82.18%

我们再来看一下南方航空的资产结构。南方航空的资产结构体现出了与华谊兄弟截然相反的特征,在其资产构成中,流动资产的比例远低于华谊兄弟(见表 2-4)。无可厚非,南方航空的业务与华谊兄弟截然不同,它需要先购入价值不菲的飞机,从而形成巨额的固定资产,这些非流动资产是航空公司价值的体现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2-4　南方航空资产结构　　（金额单位：百万元）

项　目	2012 年	2011 年
流动资产	16787	19485
非流动资产	125707	109775
资产总计	142494	129260
流动资产比例	11.78%	15.07%

显然，华谊兄弟和南方航空代表了两种不同的资产类型，华谊兄弟是典型的"轻资产"公司，而南方航空则是典型的"重资产"公司。

在大部分时候，"轻资产"公司似乎更受欢迎，即使是这个星球上最著名的投资者——巴菲特，也表现出对"轻资产"公司的偏爱。

从图 2-1 中可以看到，"重资产"公司由于资产折旧或摊销形成了巨额的固定成本，这些固定成本自然需要更多的销量去分摊。而"轻资产"则巧妙地避开了这一点，由于其固定资产的比例较少，固定成本也相对较少，需要承担的大部分成本属于变动成本。所以相较而言，"轻资产"公司更容易实现盈亏平衡，也更容易获得较高的毛利率，从而获得更高的资产收益。对于投资者而言，这就足够了。

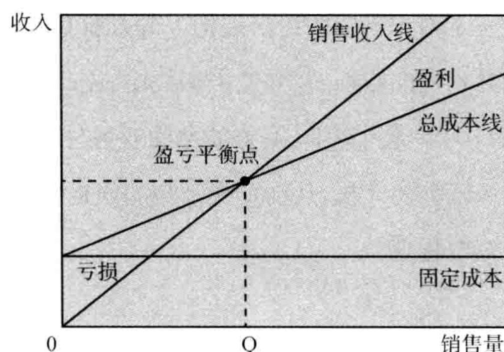


图 2-1　盈亏平衡点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也许用小舢板和大战舰来比喻“轻资产”和“重资产”是比较恰当的。小舢板吨位小，机动灵活，船小好调头，能够适应江河湖海的不同环境；大战舰虽然威力大，但是体型笨重，转身困难，一不小心就要搁浅。但是，只要来个强台风，小舢板就被吹得人仰马翻；而大战舰却能不动分毫，安然无恙。

以 PPG 公司(批批吉，一家服装网络直销公司)为例。PPG 的商业模式基于对传统售卖衬衫渠道链的创新，它相当于建立了一个服装行业的中介平台，生产外包、渠道外包、物流外包，连 200 多位客服在内，员工还不到 500 人。足够“轻”的运营方式极大降低了 PPG 的运营成本，以 PPG 主打的定价为 150 元的衬衫为例，该款衬衫的采购成本约为 30 元，营业费用约为 45 元，管理费用约为 15 元，税前利润高达 40%。2007 年，PPG 最风光的时候，销售额达到了 3 亿元，但其固定资产占销售额的比重还不到 5%。但是，由于没有建立行业壁垒，PPG 的创新引来了优衫网、VANCL(凡客诚品，一家网上商城)等诸多追随者，导致竞争惨烈；同时，PPG 缺乏核心资产，对产业链上下游无法掌控，不能确保产品质量……事实上，PPG 的成功虽然得益于模式创新，但这种创新缺乏核心资产的支持，就如漂浮在云端之上，风一吹即进退失据，以至于“其兴也勃焉，其亡也忽焉”。

所以，并不能仅仅以资产的“轻重”论好坏，不管“轻资产”还是“重资产”，必须拥有自己的核心资产，而核心资产则由企业的业务决定，可能是南方航空拥有的飞机等固定资产，也有可能是华谊兄弟控制的明星资源。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本结构：平衡负债与权益

企业内部资源的配置，即在资产的盈利能力和变现能力之间进行权衡，以实现股东财富最大化的目标，体现为资产负债表的“左侧”，也就是“到哪里去”的问题。这是在不考虑企业资金来源的前提下进行的，但运营企业可不像玩三国杀游戏一样可以“无中生有”，所以说，资产负债表一定还有“右侧”，它的右侧代表着企业的资源“从哪里来”的问题。我们或许可以这么说，资产负债表的“右侧”都是企业——这样一个主体，拥有独立的“人格”，独立于股东——所拥有的“资本”，而左侧则是资本所雇用的人和物。

简单来说，企业的资本来源于两种类型：一种是负债，企业有还本付息的义务；另一种是权益，企业并不需要强制支付“运行”成本，更不需要返还本金。很多聪明的人一下子就看到了关键，既然权益不需要像负债一样还本付息，那为什么还有企业要去负债？

负债有两个好处。

其一是税盾效应，这是指债务的利息在税前支付，从而形成了计税的抵扣。如果把企业所得税看成是一把砍向企业的“大刀”，债务的利息就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好像是盾牌一样，稍微可以抵挡一下这把锋利的大刀。举个例子，假如企业所得税率是 25%，债务的利率是 10%，企业一年向债权人支付 100 元利息，这部分利息在计算企业所得税时是可以扣除的，也就是说债务的税后利率是它的实际成本的 7.5%；而如果是向股东支付股利，则没有这样的抵扣作用。

其二是不影响控制权。这对于控股股东来说很重要，以阿里巴巴集团为例。2005 年 8 月，雅虎以 10 亿美元加上雅虎中国的全部资产获得阿里巴巴集团 39% 的股权。此外，软银持有阿里巴巴集团 29.3% 的股权，马云及其团队持有 31.7% 的股权，鉴于软银仅仅是打酱油的财务投资者角色，雅虎和马云在阿里巴巴集团的关系就显得很微妙。在 2010 年 10 月之前，由于条款确定雅虎只持有 35% 的投票权并只在董事会中委派一名董事，而马云的投票权则有 35.7% 并且可以委派两名董事，也就是说，马云拥有阿里巴巴集团的动态控制权。但在 2010 年 10 月之后，形势逆转。雅虎的投票权恢复为 39% 并可在董事会中委派两名董事，而马云的投票权则降低为 31.7%，委派的董事依然为两名。雅虎从此与马云平起平坐，马云失去了控制权。“卧榻之侧，岂容他人酣睡”，对于马云这样的人来说，恐怕对当年 10 亿美元卖掉控股权心有不甘，假如当时是以负债的形式融资 10 亿美元，也就不会有后来的许多故事。

实际上，对于一个有“良心”的企业来说，它需要支付的权益成本(包括筹集费用和股利)应该高过债务的总体成本(包括筹集费用和税后利息)，不然就没有人愿意当股东。但是对于 A 股来说，因为没有强制性的分红机制，即使不分也没有太高的惩罚成本，于是分红就成了美好的想象，权益成本就少掉了一大块。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，资本的来源需要在负债和权益之间进行权衡，这就是资本结构问题，也就是负债和权益的比例问题。

怎样才是最好的资本结构呢？判断的标准很多，比如资本结构能实现股东财富最大化，资本结构有弹性，但这些标准很难定量分析。根据"简单就是最好"的奥卡姆剃刀原则，还有一种最简单的判断标准：资本成本最低法。我们无法判断它能创造多少价值，那就先判断它是否只耗费了最低的成本——这也是会计准则上谨慎性原则的一种运用。

因此，我们必须用到一个简单的公式：

资本成本＝债务成本×(1－税率)×债务比例＋权益成本×权益比例

债务成本即等于该债务的预期收益率，也可以直接用该债务对应的融资费用、利息费用和本金进行简单计算。比如说，企业借入一年期银行贷款1000万元，前期贷款费用加利息费用一共支出了75万元，那么它的借款成本就是7.5%。权益成本则一般用CAPM模型来计算(CAPM，即资本资产定价模型)，即某股票的市场预期收益率＝无风险收益率＋β×(市场预期收益率－无风险收益率)，无风险收益率一般用国债利率替代，β值和市场预期收益率可通过数据估算或商业机构购买。

计算了资本成本之后，我们如何判断最低？没有人知道。

但是我们有两种替代性的方法：一种是跟资产收益率进行比较，如果资本成本高于资产收益率，那说明企业浪费了资本，用得越多浪费得越多，还不如存银行；另一种则是进行同业比较，同一个行业，有大概相同的生存环境，如果资本成本显著高于同业，则说明管理层没有致力于节约成本。两种方法结合起来，如果开源节流一个都没做到的话，这样的管理层都可以歇菜了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

负债二三事

说完负债和权益的结构，再来说负债的结构。

负债内部也有不同的类型，我们可以用四个字来形容它们——“吃里爬外”。也就是说，按照与自身关系的密切程度，先从关系紧密的“内层”“吃”起，一层层吃到关系最疏远的“外层”。在传统的中国家庭，如果出现需要举债的境况，一般也是先从关系最紧密的亲戚开始借起，然后根据血缘关系、地缘关系以及同学同窗等能扯得上情谊的关系逐步向外扩散。这是一种典型的“同心圆”式的关系格局，费孝通先生曾经把这种格局称为“差序格局”。事实上，费孝通先生也认为中国的关系是一种“家国同构”的关系，因此，企业和家庭在某种程度上是很相似的。

企业的负债首先来源于自己的员工，这在资产负债表上体现为“应付职工薪酬”，也就是先“计提”准备发给职工的薪酬。这种计提有两个好处：一方面，计提进入了成本，这做实了成本；另一方面，却暂时未支付真金白银，从而沉淀了现金流；此外，还有一个隐含的好处，这种计提是对员工的“强制性”的隐性借款，但却不需要向员工支付任何利息。当然，企业的计提也受到很多约束，不然职工就要造反，企业会得不偿失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“吃”完了职工，企业还可以“吃”供应商，这在资产负债表上体现为“应付票据”、“应付账款”。与“应付职工薪酬”一样，这也是对供应商现金流的无偿挤占，且同样不需要支付利息。与此同时，这种挤占能力也受到很多因素的制约，比如企业在产业链中的市场地位等。

站在企业的角度，“应付职工薪酬”、“应付票据”、“应付账款”、“应交税费”这样的无息负债当然是多多益善的。但相对而言，“应付职工薪酬”、“应付票据”、“应付账款”是企业能多占用但不想占用的——因为这会影响企业的正常营运或者信用水平，而“应交税费”则是企业想多占用而不敢占用的。

由于受到外部条件的强烈约束，无息负债一般会保持一种相对“稳定”的态势。这并不是说无息负债会长期保持不变，而是说，各项无息负债均带有自身明显的特征。“吃”了职工的“应付账款”一般会保持平稳，因为员工数量或者薪酬不会突然出现大幅的增长。以南方航空为例(见表 2－5)，其 2012 年的应付职工薪酬与 2011 年基本持平，即说明了这一点。“吃”了供应商的“应付票据”、“应付账款”等项目则可能会随着业务的增长而同步增长，除非供应商突然改变信用政策。2012 年，南方航空的应付票据和应付账款与 2011 年相比增长了 15.42%，而同期的主营业务成本也增长了 11.67%。可见，应付项目的增长基本源于业务的增长，或者说能由业务增长进行大部分的解释。同样，南航的票证结算是指尚未提供运输服务的客运、货运或邮运服务预售票款，是一种预收款项，2012 年，该项目结余的票证结算余额是 2011 年的 91.60%，变化不大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2-5 南方航空 2011—2012 年无息负债 （单位：百万元）

项 目	2012 年	2011 年
应付票据	—	50
应付账款	11450	9870
票证结算	4854	5299
应付职工薪酬	2260	2319
应交税费	657	1355

无息负债对企业来说往往只是锦上添花，而有息负债则一般是雪中送炭。所谓有息负债，顾名思义，自然是指企业借了钱，不仅要还本金，还要支付利息。

我们一般将有息负债分为两类：短期负债和长期负债。短期负债是指短期借款和一年内到期的非流动负债，这意味着企业面临着还本付息的压力；而不管是向银行等金融机构借入的款项，还是发行债券筹集的资金，只要是偿还期限在一年以上的负债，都是长期负债。

这种分类基于负债的期限结构和作用。

之所以要考虑负债的期限结构，是因为不同期限结构的负债，有着不同的成本。一般期限越长的负债，债权人要求的预期回报越高，债务方的成本自然也就越高。以 2011 年 2 月 9 日发行的九、十、十一期凭证式储蓄国债为例，一年期票面年利率为 2.85%、三年期票面年利率为 4.25%、五年期为 4.60%。因此，对于企业来说，借入负债自然是为了满足资金需要，但也需要考虑负债的期限结构，以降低负债的成本。

除此之外，还需要考虑负债的作用。企业之所以借入负债，无非是因为内部资金不足或者希望通过杠杆提高净资产收益率。如果是因为资金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不足，则负债要么是用于补充营运资金，要么是用于长期的资本开支，这是被动负债；如果是希望通过杠杆提高经资产收益率，则大部分时候是借入流动性负债，这是主动负债。

借入短期负债属于“临时抱佛脚”，虽然理论上可以随还随借，循环负债，但由于交易成本的存在，短期负债除了利率成本以外，可能还存在其他的成本；而长期负债在一定期限内属于“一锤子买卖”，企业可以锁定资金，降低资金获取的风险，特别是在资金供应紧张的时候，企业往往希望获得长期负债，因为一不小心过了这村就没了那店，万一银行这样的金融机构紧缩信贷，造成自身流动性紧张，那就得不偿失了。

对企业有息负债的分析，主要集中在两个基本点：其一是负债的期限结构，这决定了负债的流动性；其二则是利率，这决定了负债的成本。在财报中，负债一般被划分为流动负债和非流动负债，而利率要么被费用化（财务费用），要么被资本化（借款费用），这在报表附注中一般都会有所反映。

航空业显然属于资本密集型的行业，需要企业投入巨额资本购置或者租赁飞机这样的昂贵设备，其日常运营也需要投入大量资金，因此，航空公司普遍有较高的有息负债。以南方航空为例，该公司 2011 年的有息负债高达 478.26 亿元，2012 年更是上升到了 520.95 亿元，基本都保持了较高的负债。高额的有息负债自然也导致了较高的利息支出，当然，由于其时常借入巨额负债，航空公司在利率上有了一定的议价优势，其平均利率相对来说较低，2012 年只有 3.37%，2011 年更是只有 2.64%，如表 2-6所示。此外，南方航空的有息负债结构也体现出了行业特点，即大部分是长期形式借款，这是由于航空公司的核心资产在于飞机及配套设备，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些资产都属于长期资产。

表 2-6 南方航空有息负债明细表 （金额单位：百万元）

项 目	2012 年	2011 年
有息负债项目		
短期借款	10719	6925
一年内到期的长期借款	11180	11864
长期借款	30196	29037
合计	52095	47826
利息支出	1757	1264
平均利率	3.37%	2.64%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

均衡和效率：资产、负债和权益

美国人罗伯特·G.汉格斯特龙(Robert G. Hagstrom)曾经写过一本书《从牛顿、达尔文到巴菲特》，这本书从不同学科的角度研究了资本市场这一复杂的系统。这有点像盲人摸象，每个人都从自己的角度对股市进行了研究，建立了自己的看法。罗伯特从物理学的观点出发，认为股市是一个动态平衡的系统，需要从一种动态平衡的角度去理解这一系统；我们认为，这一观点也适用于分析企业的资产负债表。

我们已经分析过资产的结构、负债的期限结构和权益，但这都不过是从局部摸了摸企业的“身子”，即使能带来一些直观感受——毕竟整体是什么样的，局部多少会有所反映——但我们必须承认，企业是一个“系统”，不只是各种资源的机械组合，还是资源的互补互生。盲人摸象虽然可以感觉到象的巨大，但只有看到了整只象，才能知道象究竟是什么样子的。企业的均衡隐藏在资产负债表的各个角落，只要我们细细“扫描”，就会发现资产负债表中深藏的秘密。

如前面所说，不同的资产结构，体现了企业在资产盈利能力和变现能力之间的权衡。如果想要拥有最好的变现能力，那么企业应该拥有足够

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的现金，但现金的盈利能力小得可怜，银行给出的利率甚至无法打败通货膨胀；如果想要拥有最强的盈利能力，则要将现金全部转换为非流动资产，通过生产产品或者服务赚取利润，但这样一来，流动性就被锁定了，一旦企业急需资金，往往需要承担一定的变现损失。所以，企业必须在现金与非现金资产之间选择，理想的情况自然是能达到一种“最优”的配置，即既能获得满意的盈利能力，又能保持足够的流动性抵抗风险。只是现实总是不完美，这种境况永远不能实现。

同样，不同的负债结构，也体现了企业在负债成本和资金需求之间的权衡，权益的结构也体现了企业对控制权和机会成本的权衡……这是局部的均衡。

表 2－7　南方航空 2012 年资产负债简表（金额单位：百万元）

项　目	2012 年		2011 年		同比（%）
	年末数	占总资产比例（%）	年末数	占总资产比例（%）	
货币资金	10082	7.08	9935	7.69	1.48
固定资产	99591	69.89	87152	67.42	14.27
在建工程	18638	13.08	15844	12.26	17.63
短期借款	10719	7.52	6925	5.36	54.79
长期借款	30196	21.19	29037	22.46	3.99
应付融资租赁款	19371	13.59	14053	10.87	37.84
递延收益	4051	2.84	3143	2.43	28.89

南方航空的核心资产是飞机。2012 年年末，南航拥有各类飞机 491 架，而且在当年淘汰、租退飞机 7 架，新进飞机 54 架。这样的核心资产的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更新力度相对而言还是很大的，反映在其资产负债表上即固定资产的增长。2011年年末，南方航空的固定资产金额为871.52亿元，到2012年末，增长为995.91亿元，同比增长14.27%（见表2-7）。

而同期货币资金的增幅则为1.48%，与2011年年末的数据基本持平，这种变化表明，南方航空增加了盈利能力强的资产配置，而由于其流动性已经相对充足，因此对该项目的配置维持不变。

均衡不仅体现在资产、负债和权益的内部，更体现在资产、负债和权益之间，这是整体的均衡，这种均衡体现在三个方面：整体性、结构匹配和期限匹配。

整体性是指牵一发而动全身，资产的变化带动资产负债表的整体变化。企业的每一种资产，都是整体的一部分，企业不可能只变化其中的一个要素而不变化其他的要素。就好像人体，我们也许只看到自己动了一个手指头，但实际上，身体的每一个部位都为配合手指运动而发生了变化。

从表2-7我们可以看到，南方航空2012年增加了固定资产（飞机、在建工程等）的配置，这些配置必然源于某种资金渠道。我们可以看到，南方航空2012年的短期借款出现了54.79%的增长，应付融资租赁款也增长了37.84%，长期借款虽然只增长了3.99%，但金额却增加了11.59亿元。显然，使固定资产增加的资金很大一部分来源于负债。

在企业的资产负债表中，我们可以发现，资金的这种流动体现出了整体性，这与蜂群的活动有很大的相似性。大家都知道，蜜蜂是群居生物的典型代表，一只只蜜蜂看起来并没有太多的智慧，但蜂群却表现出高度发达的“社会性智慧”。《失控》曾经细致地描述过这种社会学智慧：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一只小蜜蜂的机体所代表的模式，只适用于其 1/10 克重的更细小的翅室、组织和壳质。而一个蜂巢的机体，则将工蜂、雄蜂，以及花粉和蜂窝组成了一个统一的整体。一个重达 50 磅的蜂巢机构，是从蜜蜂的个体部分涌现出来的。蜂巢拥有大量其任何组成部分所没有的东西。一个斑点大的蜜蜂大脑，只有 6 天的记忆，而作为整体的蜂巢所拥有的记忆时间是 3 个月，是一只蜜蜂平均寿命的两倍……"蜂群思维"的神奇在于，没有一只蜜蜂在控制它，但是有一只看不见的手，一只从大量愚钝的成员中涌现出来的手，控制着整个群体。

一家企业的各种资产，单个来看，似乎就是一只只"小蜜蜂"，只是毫无生气的死物，但通过企业的组织，这些"小蜜蜂"形成了一个"蜂巢"，从而产生了强大的生产力。与蜜蜂不同的是，企业并非通过"无形的手"，而是通过管理层有形的手组织起来的。但我们想说明的是，企业是一种"类蜂巢"的组织，只有从整体上来考察企业和资产负债表，我们才能发现企业的秘密。

结构匹配是指在整体性的前提下，需要考虑负债和权益的比例，这是因为，负债虽然是解决资金饥渴多快好省的方法，但由于其负有还本付息的义务，往往也给企业带来了风险，权益则是一种更为稳健但难以获取的资金。

我们可以看到，航空业是资本密集、固定成本很高的行业。由于资本密集，所以进入门槛很高，对股东而言，往往无法全部以自有资金运营；由于固定成本很高，必须通过做大服务规模来分摊固定成本，从而进一步提高了资本要求。因此，航空业必然具有较高的资产负债率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以南方航空为例，它的资产负债率在2011年是70.88%，2012年是72.21%，也就是说，南方航空投入10块钱的资本，其中有7块多是借的。借的渠道多种多样，有无息的，有有息的，在2012年，其有息负债比例却只有36.56%，可见，南方航空对有息负债规模进行了很好的控制。这其中，流动性有息负债比例只有15.37%，长期有息负债比例是21.19%，这些比例说明，南方航空更偏向于借入长期负债，如表2-8所示。

表2-8 南方航空资产负债表部分指标 (金额单位：百万元)

项　目	2012年	2011年
负债	102898	91621
其中：有息负债项目	52095	47826
其中：流动性有息负债	21899	18789
长期有息负债	30196	29037
权益	39596	37639
负债和权益合计	142494	129260
资产负债率	72.21%	70.88%
有息负债比例	36.56%	37.00%
流动性有息负债比例	15.37%	14.54%
长期有息负债比例	21.19%	22.46%

负债总会到期，利息和本金总要偿还，而偿还自然是要用企业的资产去偿还。因此，我们还需要考虑资产期限和负债期限的匹配，这就是所谓的期限匹配。

一般来说，我们为了保证正常的运营，不应该变卖固定资产去偿还到期债务，如果是那样，说明企业经营得不理想，自然也不会有一份漂亮的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产负债表。我们可以用流动资产和流动负债的比例，也就是流动比率，来考察企业的期限匹配情况。最理想的情况当然是能够完全匹配，但最理想的东西往往已经“死去”，所以我们不能指望这种东西。我们希望流动资产能够覆盖流动负债，即使当长期负债不断到期并转换为流动负债时，新的流动资产也依然能覆盖这些负债，这就说明企业具有较强的抵御负债的能力。但是，有一句废话不得不提：具体情况具体分析对所有企业都适用。

以南方航空为例，它在 2011 年的流动比例是 0.45，2012 年则下降到了 0.35（我们说过，这一年，南方航空配置了更多的长期资产，如飞机、在建工程等）。光看比例，南方航空的期限匹配有待改进，但由于其规模巨大，我们还需要进一步挖掘。我们可以看到，如果只考虑有息负债，其流动资产与流动有息负债的比例在 2011 年是 1.04，可以说是完全覆盖，在 2012 年也有 0.77（见表 2－9），依然还可以接受——这是一种比较激进的策略，但是考虑到南方航空“大而不倒”的有利地位，我们认为它可以承受较高的期限错配，虽然这是一种“耍流氓”的行为。

至于长期负债，我们必须逐年对其进行考察。美国人想出了一个非常有新意的解决负债的办法——量化宽松，也就是 QE。其实这就是传说中的“拆东墙补西墙”，只不过换了新名字，但由于这个世界变化很快，传说中不靠谱的“拆东墙补西墙”，也有可能变得实用起来。我们都知道通货膨胀对于债权人不利、对债务人有利，而一个正常的经济处于发展之中的国家，通常都是处于通货膨胀之中的，于是，对债务人而言，只要能拖，就能赢得胜利——美国正是这么干的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2-9 南方航空资产和负债期限匹配 （资产和负债，金额单位：百万元）

项　目	2012 年	2011 年
流动资产	16787	19485
非流动资产	125707	109775
流动负债	47530	43506
非流动负债	55368	48115
流动比例	0.35	0.45
流动性有息负债	21899	18789
流动资产/流动有息负债比例	0.77	1.04
长期有息负债	30196	29037

当然，这只是一种无可奈何的选择，也是一种“耍流氓”的行径。作为一个试图找到好企业的人，在分析资产负债表的时候，自然不能沦落到这种地步。因此，考察企业的资产负债期限匹配依然是一个很重要的问题，特别是对那些靠运作资金混饭吃的企业，尤其如此，比如银行业、金融业。

很多人都信奉这样一个道理，进攻是最好的防守。对于企业而言，均衡是一种守势，这能为企业抵御风险；而效率则是企业的攻势，这能为企业赚得利润。

老子说“治大国若烹小鲜”，治企业也不过如是。对于企业的资产负债表而言，资产是系统的右边，负债和权益是系统的左边，既然资产负债表是一个密切的整体，那么系统的总体运转效率将影响资产负债表，也就是企业的经营。

就像蜂巢里的蜂群一样。一窝蜂群中，一般有蜂王、雄峰和工蜂三种类型。蜂王是蜂群组织中最重要的“资产”，因为只有蜂王才能使蜂巢组

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

织“持续经营”下去，也就是承担繁殖重任。只要失去蜂王几十分钟，工蜂就会变得焦急不安，蜂巢的活动将会受到严重影响。而工蜂则负责通过生产蜂蜜来照顾蜂王，雄蜂则负责提供繁殖的“弹药”。这是一个生态循环，工蜂提供蜂蜜这样的“生产原料”，为雄蜂和蜂王的“生产”创造基础，蜂王通过繁殖工蜂维持蜂群的生存，以此类推。而由于工蜂的寿命只有短短的几个月，蜂王的寿命也只有几年，在这有限的时间里，工蜂生产原料的速度越快，蜂王的繁殖越多，蜂群的规模就会越大。

企业通过股东投入和借入负债积累了“资本”，然后将资本配置为不同的资产类型，进行组织生产，提供产品或服务，并以此赚得回报来还本付息、分配股利，这是企业内部的生态循环。这一循环越快，也就是整体效率越高，企业越能在激烈的竞争环境中占得先机，积累更多的资本，从而赢得市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产负债表里的“护城河”

我们已经知道,资产负债表是一个企业的全部家当,不管这些家当是企业自己的创始人投入的,还是从债权人那里借来的,又或者是自己辛辛苦苦积累的盈余,企业都得按照自己的目标,将这些资源进行组合、组织,生产出预期的产品或提供预期的服务,从而实现理想中的持续经营。当然,做大规模,做强竞争力,是每一家企业的理想。

所有的企业都有可能成为所在行业的领导者或者是多元化行业的领导者,但每一家企业成为领导者的概率并不一样,甚至它们的起跑线根本就不在同一个地方。那么,什么样的企业更容易为股东获取利润?这样的企业的资产负债表,又体现出什么样的特点?

很多人现在都用上了智能手机,智能手机所采用的操作系统,除了高端大气上档次的 iOS 平台(苹果公司开发的手机操作系统),以及它的死对头 Android 平台(Google 开发的手机操作系统,Google 即谷歌),还包括 Windows Phone 平台(微软公司开发的手机操作系统)。根据市场调研公司 Kantar Worldpanel ComTech 的一份研究报告,2013 年 10 月,中国手机市场上 iOS 平台所占据的市场份额是 15.5%,Android 平台的市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场份额是 78.1%，而 Windows Phone 的市场份额则只有 3.5%。虽然 iOS 的市场占有率从数字上来看远低于 Android，但其利润份额却远超 Android；而 Windows Phone 则不仅市场份额少，利润份额也同样很少。

也许大家都觉得微软很郁闷，但实际上，微软是"真人不露相"。

Android 使用了微软的很多专利，微软一直闹腾着要所有 Android 手机厂商缴纳专利费。2013 年，根据美国法院的一项裁定，Android 系统侵犯微软 WP 短信专利。以此计算，微软 2013 年将从 Android 手机厂商处征收 34 亿美元的专利费。假如微软对 75%的安卓设备收取专利费，到 2017 年，15 亿台安卓设备的销售量将使微软获得 88 亿美元的收入。即使微软仅获得 50%已销售安卓设备的专利费，微软在 2017 年也将获得 59 亿美元。据说，HTC（宏达国际电子股份有限公司及其所创品牌）每卖一部 Android 手机就要给微软交 5 美元专利费。最惨的还是摩托罗拉，被 Google 收购以后本来就混得不怎么样，2013 年 4 月，德国的法院又裁定摩托罗拉的 Android 手机侵犯微软专利，被禁止在德国销售，真是"屋漏偏逢连夜雨"。而微软为此付出的成本，无非就是打了个官司。

专利权真是一柄锋利的大杀器。

这让我想起了一个故事。

20 世纪 80 年代初的时候，Sun Microsystems（美国一家 IT 及互联网技术服务公司，已于 2009 年被甲骨文收购）还只是一个创业性的科技公司。某一天，一小撮 IBM（国际商业机器公司）员工突然出现在了 Sun 总部大楼内，声称 Sun 侵犯了 IBM 7 项专利并要求支付赔偿。Sun 的员工在认真查阅了涉案的 7 件专利后发现其中 6 件很可能是无效的，而且 Sun 也没有侵犯 IBM 所提到的第 7 件专利。在 Sun 阐明这一结果后，场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面变得非常尴尬。不过很快，领头的 IBM 员工发话了：

"好吧，也许你们真的没有侵犯我们刚刚提到的那 7 件专利，但是我们在美国有 1 万件专利，你难道真的想让我们空手回去，然后再查查看你们是不是侵犯了我们的其他专利吗？还是你们小小地表示一下，花个 2000 万美元私了此事？"

后来的结果是，经过一番讨价还价，Sun 给 IBM 开了一张支票，而 IBM 则继续去下一家目标公司收取"专利保护费"。

这或许是一则以讹传讹的逸闻，但无疑充分体现了专利权的价值。在会计上，专利权要么被确认为支出，在当期被费用化，从而"消失"了；要么则被确认为一项无形资产，出现在资产负债表上。像微软、IBM 这样的专利权，自然是被资本化，从而成为一项能持续创造现金流的核心资产。

巴菲特在谈及投资时，曾经说过一句话："在商业上，我寻求有着无法突破的'护城河'保护的'经济城堡'。"这句话是什么意思呢？

首先，优秀的企业是一个"经济堡垒"，能够不断地创造现金流，为股东获取财富；其次，这个经济堡垒拥有一定的"防守"的"护城河"，使得竞争对手不能轻易与企业展开白刃战，从而削减企业的超额收益。因此，顾名思义，"护城河"能使企业拥有超出竞争对手的资本回报率，"护城河"即是环绕着企业的结构性竞争优势。

举个简单的例子，假如大家所用的自来水价格没有受到政府的管制，但由于其具有天然垄断性，要想进入该行业的竞争者必须获得政府的批准，那么，现有的自来水厂商理论上就可以无限制地提价——对水的需求在某种程度上是刚性的，没有人可以不用水，当然，或者可以尽量减少浪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费——因此，自来水厂商就可以获得它想要的超额收益。那么，政府对想要进入该行业的竞争者的限制就是它的"护城河"，只要这种限制不放松，而政府又不限制价格，自来水厂商就可以拥有自由的定价权，获得令人垂涎三尺的收益。

但是，假如政府放开自来水供应行业的进入限制，原有的自来水厂商的高额利润也必然吸引资本进入，从而实现了利润的"均值回归"。也就是说，竞争者的加入，将降低行业的整体收益率，直到行业对外部资本失去吸引力。

我们认为，企业的"护城河"来源于核心资产、转换成本、网络效应和成本优势，其中，核心资产就隐藏在资产负债表中。当然，企业资产负债表中的资产很多，并不是每一样资产都能构成"护城河"的核心资产。资产要形成"护城河"，必然要具备以下几个特点：

首先，资产必须能创造超额收益，这样的资产最好是"人无我有"，至少也是"人有我更好"。当你还处在手工作坊时代，而我已经实现了机器大生产，那么机器就成了"不一样的资产"。如果你有一台 SONY（索尼，日本品牌）电脑，我有一台 MacBook Pro（苹果公司开发的笔记本电脑），虽然两者品牌不一样，体验也不太一样，但终究没有太大差别。

冯小刚团队在 2009 年出品了《集结号》和《非诚勿扰》两部影片，这两部影片在档期内累计实现票房分账收入 18896.50 万元，约占当期华谊兄弟电影业务收入的 40%和总营业收入的 18%。这种"导演资产"正是其他影视制作公司所欠缺的（当然，由于会计处理的局限性，目前无法将人力资源资产化），所以华谊兄弟的"护城河"资产自然是冯小刚团队。冯小刚这样的票房常胜将军，自然为华谊兄弟实现超额收益贡献了重要力量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是有一点要注意，冯小刚这样的人力资源应该归类于业务型的核心资产，如果某个企业宣称自身拥有管理型的核心资产，并因此拥有“护城河”，那几乎就是一个笑话。所谓管理型的核心资产，很多时候就是被宣传出来的管理天才，也许有些人确实比别人聪明，但这无法构成核心资产，尤其是在商业上。

来看一看58同城和赶集网这两个冤家。二者都是本地分类信息导航网站，一个号称“神奇的网站”，另一个是则号称自己“啥都有”。赶集网的成立比58同城要早，2007年，“骨灰级SEO(搜索优化)高手”陈小华用半年时间让赶集网的流量从10万提高到40万，远超对手。58同城想要干掉对手，就要去找一个比陈小华更骨灰的SEO高手，这个很难，但还有一个更好的办法，就是把陈小华挖过来。58同城做到了，陈小华用8个月的时间将58同城的流量从20万做到了100万，远超赶集网。也许有人看到了陈小华这样的高手在管理上的优势，但对于企业而言，“铁打的营盘流水的兵”，管理型人才可以随便跳槽，今天因为拥有某个奇人所获得的优势，也许明天就会因为他被竞争对手挖角而成为深坑。

其次，资产无法复制，或者说复制的货币成本或者时间成本很高。“匹夫无罪，怀璧其罪”，如果一个企业拥有创造超额收益的资产，这个秘密无法保存太久——就像电影对白中说的那样，只有死人才能保守秘密，但是企业不是死人，所以自然无法保存秘密——于是自然会吸引许多外部资本投入同样的资产，一旦市场上这样的资产多了，自然会引起“均值回归”效应，资产的盈利能力将被削减。但假如这种资产无法被复制或者复制耗费成本很高，那么就会延缓这种削弱作用。这类资产中的典型例子就是资源型资产，比如石油气资源，又比如房地产公司储备的土地（见

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2-10)。

表 2-10 A 股上市房地产公司囤地前 10 名(2010 年)

排名	企业名称	囤地面积(万平方米)
1	保利地产	3369
2	万科	3268
3	苏宁环球	1577
4	首开股份	1518
5	中天城投	1500
6	中国建筑	1372
7	金地集团	1334
8	荣盛发展	1184
9	新湖中宝	1104
10	招商地产	1000

土地是具有排他性的资产,对于房地产企业而言,抢到一块地,尤其是好地段的土地,就意味着经营有了基础,而如果没有地,房地产企业就成了无根之木,更谈不上进行房地产开发。因此,房地产企业普遍将囤地作为一项基本策略,尤其是在房价连续上涨多年的市场环境下,囤积土地这样的核心资产有百利而无一害。因此,我们可以看到,像保利地产这样的企业,囤积的土地面积高达 3369 万平方米,排名最末的招商地产也有 1000 万平方米。

当然,资产也许不仅仅是某项特定的资产,也可能是企业手里拥有的某项权益。对于雅虎来说,虽然与阿里巴巴之间的口水战争不断,但它的股价却只能指望阿里巴巴这个"不孝的儿子"了。我们可以看到,由于雅虎自身的业务持续萎缩,其营业收入自 2012 年第一季度以来,不管是同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比还是环比，一直处于下滑状态，但其 EPS（每股盈余）则并未持续下降，反而有所增加，如表 2－11 所示。

表 2－11　雅虎 2011—2013 年部分财务指标

期间	营业收入（百万美元）			每股盈余（美元）		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
第一季度	1214.36	1221.23	1140.37	0.16842	0.23243	0.35221
第二季度	1229.02	1217.79	1135.24	0.18062	0.18448	0.30250
第三季度	1216.67	1201.73	1138.97	0.23232	2.64322	0.27994
第四季度	1324.15	1345.81		0.23758	0.23211	

最重要的原因源于雅虎对阿里集团的投资。2013 年第二季度，雅虎的营业收入是 11.35 亿美元，同比下降 7%，净利润 3.31 亿美元；同期阿里集团的总营收达到 17.37 亿美元，同比增长 170%，净利润也达到了 7.17 亿美元，同比增长 145%。按照雅虎持股 24% 计算，阿里集团对雅虎的利润贡献达到 1.72 亿美元，占雅虎当期净利润的 51.99%。受到阿里集团业绩的支持，雅虎的股价在业绩发布当日上涨 9.2%，达到 29.34 亿美元，是 2008 年 5 月以来的最高价。而如果阿里集团成功 IPO，那么雅虎的持股将带来更多的收益。

显然，阿里集团已成了雅虎的救命稻草，因此，除非雅虎的管理层集体智商余额为负，不然没人会想把阿里集团这样的核心资产拱手相让。雅虎在阿里巴巴集团董事会的董事杰奎琳·D. 雷瑟斯（Jacqueline D. Reses）就此表示："雅虎对阿里巴巴长期的增长潜力和价值始终充满信心，我们非常乐意长期持有阿里巴巴集团更多的股份。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章

一切为了利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收入的增长和持续增长

每隔一段时间，企业就会为自己拍上一张快照，这张照片就是资产负债表。但快照只是一种静态的表现，我们还需要知道企业在一段时间区间内的动态表现，这就是利润表的作用。它反映了企业在此期间的经营表现：以什么样的成本费用，获得了多少收入，最后的业绩如何。

我们考察利润表，一般可以关注几个方面：首先，是收入本身；其次，是成本费用本身；最后，则是收入和成本费用的关系。

很多人在分析企业的时候，会讲一家企业采取多少措施削减成本，因此获得了利润。成本控制虽然是一个重要的方向，但更重要的是收入的增长，如果收入不能增长，仅仅追求成本的控制，可能就是弄错了方向。我们经常说，做正确的事比正确地做事更重要，因为如果方向错了，越努力错得也就越厉害。

为什么我们更重视收入的增长？

一方面，成本的控制存在瓶颈，并且会引发很多隐性的成本或风险。成本控制的瓶颈，非常容易理解。或许，从 100 块钱削减到 90 块钱会很容易，但从 90 块钱削减到 80 块钱就不一定那么容易，而且也不能无止境

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地削减下去。而成本控制引发的风险就更好理解。比如压缩人力成本——这是那些伟大的拯救企业于危难之际的大师们普遍采用的措施——无疑严重打击了幸存员工的工作积极性,依靠压缩人力成本来控制成本,就好像是为不小心被野兽咬了一口的人包扎,虽能止血,却不能生肌,无非是治标不治本而已。

另一方面,成本控制很容易被复制。

与此相反,收入的增长在某种程度上是无限的,并且往往会导向一种皆大欢喜的结果。

以华谊兄弟为例,其 2006 年的营业收入仅仅为 1.24 亿元,到 2012 年已经增长到了 13.86 亿元,增长超过 10 倍,年复合增长率 41.13%。在华谊兄弟 2009 年上市当年,其营业收入才 6 亿元出头,但到了 2010 年,其营业收入的绝对金额上了一个新台阶,超过 10 亿元,同比增幅 77.39%。要知道,从 2006 年的 1.24 亿元增长到 2007 年的 2.35 亿元,虽然增幅高达 88.80%,但绝对金额不高,而且基数相对较低,所以说 2010 年的增长是一个质的变化,而不是量的变化,如图 3-1 所示。那么,2010 年的增长是如何实现的呢?

从华谊兄弟 2010 年年报中可以一窥究竟。

一方面,华谊兄弟 2010 年上映的《唐山大地震》、《狄仁杰之通天帝国》、《非诚勿扰Ⅱ》票房都不错,三部电影的票房分别达到了 64775 万元、29550 万元、47350 万元,根据华谊兄弟与院线 4∶6 的分账比例,这三部电影即为华谊兄弟贡献 5.67 亿元的电影票房收入。实际上,华谊兄弟 2010 年的电影票房收入达到 6.24 亿元,相比 2009 年的 2.02 亿元增长 2.09 倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

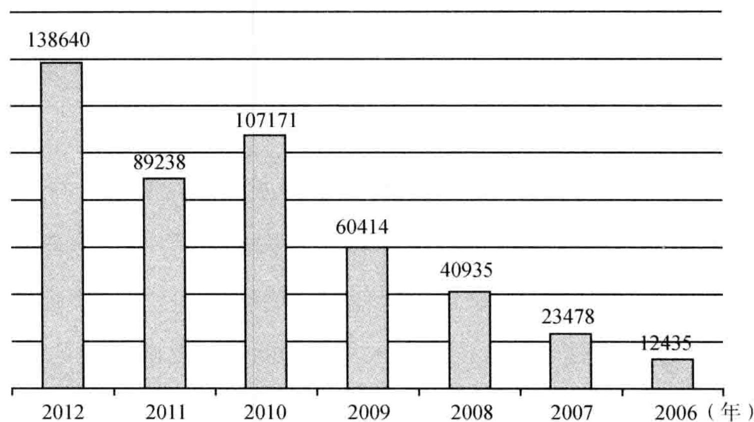


图 3-1 华谊兄弟 2006—2012 年营业收入（单位：万元）

另一方面，华谊兄弟在 2010 年进行了一系列的收购：以 6365.40 万元的价格收购北京华谊兄弟音乐有限公司 100％股权；以 14850 万元收购北京掌趣科技股份有限公司 20.97％股权；通过子公司华谊兄弟影院投资有限公司使用自有资金出资设立北京新影联华谊兄弟影院有限公司，拥有 45％的股权；以 300 万元出资设立华谊兄弟时尚（上海）文化传媒有限公司，拥有 60％股权；以 7000 万元价格收购北京华谊巨人信息技术有限公司 51％的股权；通过子公司华谊兄弟影院投资有限公司以1 亿元的价格收购上海星浩股权投资中心（有限合伙）3.76％的股权。

投资电影和收购都是花钱的事，华谊兄弟在 2009 年上市募集的 12 亿元资金总算有了着落，为华谊兄弟的营收增长提供了充足的弹药。

华谊兄弟的例子也隐含了一个观点：营收当然要增长，但增长有两条路子——一条是内涵增长，即通过自身积累再投资实现增长，如华谊兄弟增拍电影，实现电影票房分账收入的大幅增长；另一条是外延增长，即通过股权收购，把别人的钱合并进自己的报表里。换个时髦点的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说法，内涵增长是在企业原本的行业中深耕细作，希望占领更多的市场份额；外延增长则是实现多元化战略，“吃着碗里的，瞧着锅里的，可能还把手伸到了地里”。

两者并没有绝对的好坏。如果企业本身所处的行业是一个朝阳行业，并且周期并不明显，那么只要伴随行业成长，就能给股东带来很好的回报；但如果企业所处的行业已经是落寞的夕阳行业，企业还不赶紧另谋出路，那就只能等死了；又或者，企业本身所处的行业周期性很明显，企业希望通过进入相关的行业或者具有互补性优势的行业，从而在提高收入的同时平滑风险——当然，这自然不失为一个好的方法。

那么如何判断收入的增长？我们首先要考虑的自然是“收入”的口径问题，也即区分持续性收入和偶然性收入。对于企业来说，只要满足会计准则中关于收入或者利得的定义，就是企业的“收入”。这些收入，有的来源于企业持续性经营的业务，有的来源于偶尔的一锤子买卖所得——比如电影票房分账是华谊兄弟的主要业务，也是华谊兄弟每年都在干的事情，自然有持续性；但假如华谊兄弟有一天卖掉了自己在北京的闲置房产或者之前用闲钱买的某上市公司的股票，就获得了一笔偶然性收入。显然，我们要考虑的是持续的“收入”，一般而言，营业收入就属于持续性收入。

口径确定之后，我们才好收集数据，但一个绝对的孤零零的数字没有任何意义，必须要进行比较才能发现其中的秘密。因为比较才能发现差距，企业之间也要进行比较，才能发现自身所处的位置。比较分两种：一种是纵向的比较，即企业在不同时间的比较，今年与往年比较，企业是变好了还是变差了；另一种是横向比较，即企业与竞争对手的比较、与行业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的比较，假如行业高速发展，市场规模扩大，而企业自身却还是龟速慢爬，那它实际占有的市场份额便在相对缩小。

可以看到，中国的电影行业在 2006 年以后处于高速发展的阶段。2006 年，国内票房收入仅有 26.4 亿元，到了 2012 年，则已经达到 170.73 亿元，年复合增长率高达 30.56%；到了 2013 年 11 月，更是已经突破 200 亿元。在这样一个快速成长的行业中，华谊兄弟的电影票房收入也从 2006 年的 0.62 亿元快速增长到 2012 年的 6.13 亿元，在总体趋势上，也处于快速增长的通道中，年复合增长率高达 38.72%，比整个市场的增长率还要高出近 8 个百分点，如图 3－2 所示。这说明，华谊兄弟抓住了行业增长的契机，实现了自身收入的持续性增长。

不过，与行业规模的稳定增长相比，华谊兄弟的增长更是体现出了个体增长的特点。在 2010 年之前，其电影票房收入的增速远高于行业增速，年复合增长率高达 58.69%，行业的年复合增长率则只有 30.97%。也就是说，华谊兄弟在 2006—2010 年的 5 年间实现了电影票房收入的高速成长。但在 2010 年之后，它的票房收入则显得有些跌宕起伏，冰火两重天。在 2011 年，华谊兄弟的电影票房收入剧降至不足 2010 年的 1/3；2012 年则又恢复至 6.13 亿元；2013 年前三个季度，也已实现 5.9 亿元的电影票房收入。2011 年的剧降或许是其收入持续增长的“噪点”，但至少说明，在 2010 年以后，华谊兄弟的收入近乎“止步不前”，华谊兄弟已经不是行业中最闪亮的那颗星星，这与行业仍处于快速增长的态势有明显的差异。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

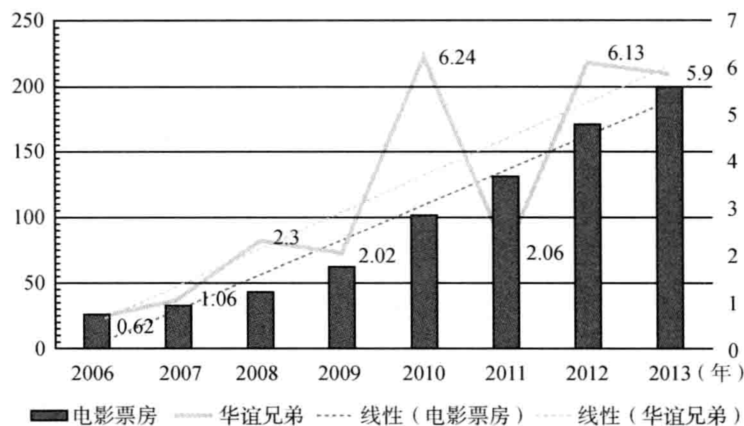


图 3-2　华谊兄弟电影票房和国内电影票房的比较（2013 年的数据截至第三季度，单位：亿元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成本的秘密

每一个企业都希望自己能控制得住成本，从而使收入不断增长。但这实在是一个太过美好的愿望，通常这样的愿望都不大可能实现。也就是说，成本往往是在增长的，即使有些企业号称能通过种种措施削减成本，也不过是一时之计。所以说，我们对成本应该有一种正确的态度：没有成本，又哪里来的收入呢？

关于企业的成本，我们通常关注两点：一是成本与收入是否匹配，二是成本的结构。

为什么要看成本与收入是否匹配？这很好理解。企业投入资源是为了获得回报，如果砸进去的成本闹出很大的水花，却没有捞到足够多的鱼，理智的管理层就该好好思考一下，这么砸值不值得。

在利润表上，成本的变化应该与收入的变化表现出大致相同的趋势。比如，可能是因为成本上涨推动价格上涨，因而造成收入增长。而如果收入下降了，成本却在增加，这种不匹配就足以说明企业正面临严重的问题——可能是因为企业无法将通货膨胀推动的成本增加转移给客户，也有可能是由于竞争激烈导致产品销量受阻，更有可能是两者兼而有之，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无论如何，这些对企业来说，显然都不是什么好事。

我们来看看“一直在亏损，从未被超越”的中国远洋。从2011年巨亏104.5亿元，2012年再亏95亿元之后，即使不断卖“子”还债，2013年上半年中国远洋依然亏损9.9亿元，这种亏损的气魄在A股都已经无人可比，如表3-1所示。

表3-1　中国远洋部分财务指标　（单位：亿元）

报告期	2011年	2012年	2013年1—6月
营业收入	689.08	720.57	302.04
干散货运输业务	233.66	160.98	64.65
营业成本	718.89	724.42	305.91
干散货运输业务	261.03	205.94	74.87
毛利	−29.81	−3.85	−3.87
干散货运输业务	−27.36	−44.96	−10.22

中国远洋的主要业务分两块，一块是集装箱航运，一块是干散货运，其中后者是中国远洋的传统优势，其拥有世界上最大的干散货船队。可惜的是，世界上最大的干散货船队可能跟当年最豪华的泰坦尼克号一样，让投资者撞上了连续亏损的冰山。

2011年，由于受到行业周期的影响，中国远洋的集装箱业务和干散货业务都同时陷入巨额亏损，集装箱业务营业毛利亏损36.95亿元，干散货运输业务营业毛利亏损27.36亿元，两者构成了巨亏的直接原因。到2012年，集装箱业务已经扭亏为盈，但干散货运输业务的营业毛利亏损反而扩大至44.96亿元。即便到了2013年上半年，其营业毛利依然亏损10.22亿元。如果说2011年的亏损可以归咎于行业周期的大环境，那么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

干散货运输业务在 2012 和 2013 年的亏损则更应该归咎于管理层：管理层的错误决策导致了中国远洋干散货运输业务成本与收入严重不匹配。

干散货业务也曾有过风光的日子，就像阿 Q 经常说的，"我祖上也曾经阔过"。在 2008 年以前，如图 3－3 中所示，干散货业务的价格一直在飙升，虽然在 2007 年年底有过短暂下跌，但在 2008 年又回头向上。

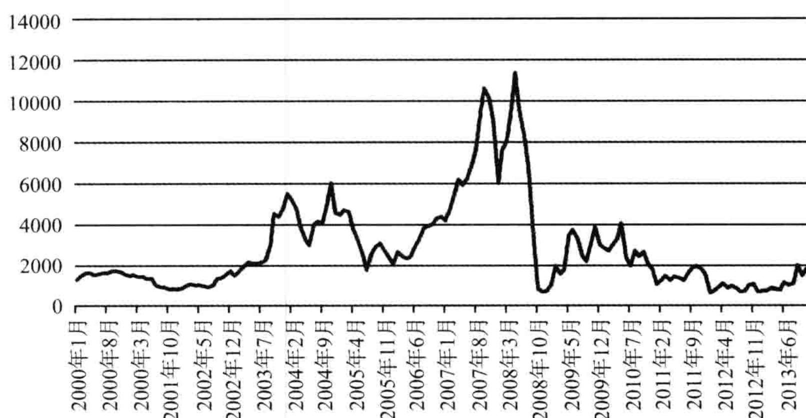


图 3－3 波罗的海干散货货运价格指数

就像很多人相信中国的房价会永远涨上去一样，中国远洋的管理层也是这么看干散货业务的。为了抢占市场，中国远洋决定扩大干散货业务的规模，并租入大批船舶。在 2008 年上半年，中国远洋在自有干散货船舶 204 艘的基础上，又租入船舶 228 艘，这些租入的船舶都是 3 年期或者 5 年期的，前者的日租金为 8 万美元，后者的日租金为 5.7 万美元。这些都是实打实的成本，每天都要支出；可惜的是，市场环境急转直下。在 2008 年 5 月 20 日，BDI(Baltic Dry Index，波罗的海干散货指数的简称)指数创下 11793 点的历史高点后一泻千里，并且颓势不绝，一直到 2013 年也没有明显的起色。显然，在周期性熊市的大环境下，2007—2008 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盲目扩张造成的巨额成本锁定，中国远洋却没有可匹配的收入增长来覆盖这些成本，只能暴露出亏损的凄凉真相。

公平地说，远洋的管理层虽然无能，但毕竟不能完全归罪于他们，中国远洋的成本结构其实也难辞其咎。

中国远洋的干散货业务成本包括三部分：船舶成本、航运成本和其他成本。一般而言，船舶成本包括船舶折旧、船舶租金、船员费用、机务费用、海务费用、管理费、船舶共同费用、保险费用等，这些是只要把船买回来或者租回来，不管有没有开出去运货，都要发生的费用，也就是与航运量无关的固定成本；航运成本则包括货物费、中转费、燃料费、港口费等，这属于跟业务量有关的变动成本。

从 3－4 图可以看到，2011 年，中国远洋的船舶成本占其干散货业务成本的 69%，固定成本的比例是很高的，而且由于船舶本身属于资本投入密集的行业，自然需要更多的业务量才能实现盈亏平衡。在熊市的环

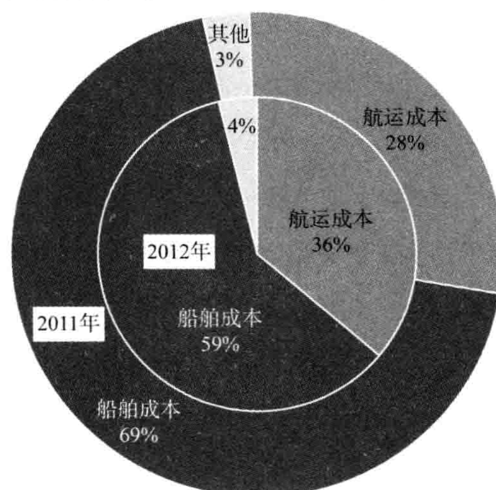


图 3－4 中国远洋干散货业务成本结构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

境下，自有或租入的大批船只不仅不能为中国远洋带来收益，反而会产生折旧和租金等固定成本，因此，中国远洋的巨亏已经是可以预期的了。2012 年，其船舶成本的比例下降至 59%，这是由于中国远洋减少了干散货业务的船舶，其船舶数量从 2011 年的 374 艘下降到 2012 年的 332 艘。少付了租金，自然降低了不少固定成本。

因此，我们分析一家企业的成本，除了要关注成本与收入是否匹配，往往还需要深入挖掘其成本结构隐藏的秘密，也就是其固定成本和变动成本。所谓固定成本，是指在一定期间和一定业务量范围内（如一年），不受业务量增加或者减少的影响而发生变化的成本。比如中国远洋租入的船舶，由于签订了长期租约，无论有没有业务，它都需要支付每天 8 万美元或者 5.7 万美元的租金，这就是固定成本。所谓变动成本，是指随着业务量的变动而变动的成本。比如中国远洋的航运成本，比如它的燃料费用，自然是业务量越多，耗费的燃料费用越多。

固定成本就像锚一样，将企业固定在某个位置，这样既有好处也有坏处。好处是，固定成本高，行业存在一定的进入门槛，比如中国远洋这样的企业，倘若没有获得一定的资本投入，那就只是海运业里的一只小虾米，折腾不出什么风浪；坏处则是，企业灵活度受限，一旦市场环境发生了变化，可能无法及时应对，就好像大船虽对一般的风浪无所畏惧，但如果风浪大得超出了自己的承受能力，它或许连逃命的机会都没有。

固定成本增加了企业的经营风险，因为它对企业的经营提出了平衡盈亏的要求，这一点我们在前面讨论“轻资产”还是“重资产”时曾经提到过。实际上，轻重之分的主要表现即是固定成本的“轻重”。显然，像中国远洋这样拥有大量船舶等固定资产的公司属于重资产公司，固定成本很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高;而像微软这样的软件公司,则是典型的轻资产公司,因为对微软而言,几乎不需要什么固定成本,开发出的 Windows 和 Office 甚至可以在网上销售,卖出一份拷贝便赚一份钱。

我们举个极端的例子。A 和 B 两家企业,A 需要大量的设备、厂房、销售渠道等才能生产和销售产品,因此我们假设,即使它不生产产品,每个月的折旧、维护费、人工等费用也要支出 1000 元;在这个基础之上,它每生产一件产品,还要增加 5 块钱的材料费用。与 A 公司相反,B 公司只要支付一次性的研发费用,就可以无数次拷贝最初的研发成果。每卖出一份拷贝,就赚得一份利润。如果 A 将自己的产品定为 10 元一份,而 B 将产品定价为 5 元一份,那么 A 和 B 哪家企业更容易盈利呢?

经过计算,A 需要卖出 200 件产品才能实现盈亏平衡[1000÷(10－5)],而 B 只要待着别动就能平衡,卖出一件就能赚一件的利润。

当然,这个例子很极端,但道理是一样的。这就是固定成本产生的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

毛利率，没什么比这更重要

谈过了营业收入，也谈过了营业成本，现在我们要来谈谈营业收入和营业成本的差额，也就是毛利。自然，毛利除以营业收入，就是毛利率。

不同公司的毛利率可谓千差万别，从2012年上市公司的年报可以看到：排名最高的久其软件毛利率高达96.31%；其次是广联达，其毛利率为96.28%；舒泰神的毛利率为94.79%；备受关注的贵州茅台，其毛利率也达到了92.27%。只要粗略地看一下排名(见表3-2)，我们就会发现：久其软件、广联达、顺网科技、朗玛信息都处于软件、信息或者IT行业；舒泰神和冠昊生物属于生物制药行业；贵州茅台属于高端白酒；重庆路桥则属于公用收费行业。

表3-2　2012年毛利率前10名的A股上市公司

股票代码	股票名称	2012年毛利率	同　比
002279	久其软件	96.31%	−0.52%
002410	广联达	96.28%	−1.21%
300204	舒泰神	94.79%	6.87%
300295	三六五网	94.22%	−0.13%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

股票代码	股票名称	2012 年毛利率	同　比
300238	冠昊生物	92.92%	-1.00%
600519	贵州茅台	92.27%	0.76%
000613	ST 东海 A	90.60%	15.00%
600106	重庆路桥	88.83%	-2.53%
300113	顺网科技	88.60%	-3.58%
300288	朗玛信息	88.32%	-1.42%

与毛利率前 10 名的上市公司相比，敬陪末座的上市公司的毛利率则显得非常难看(见表 3-3)。ST 聚友的毛利率跌至-68.75%，排名倒数第二的深南电 A 的毛利率也是不遑多让——-64.94%。也就是说，这些企业不但在亏本，还亏得很惨，卖一块钱的电差不多要亏 6 角 5 分。

表 3-3　2012 年毛利率最后 10 名的 A 股上市公司

股票代码	股票名称	2012 年毛利率	同　比
000693	S*ST 聚友	-68.75%	-16.39%
000037	深南电 A	-64.94%	-33.65%
002506	*ST 超日	-30.73%	-279.29%
601268	*ST 二重	-24.73%	-260.06%
000520	*ST 凤凰	-24.41%	-236.69%
600151	航天机电	-22.55%	-839.34%
600769	*ST 祥龙	-16.54%	-1622.92%
600168	武汉控股	-15.74%	-133.19%
600615	丰华股份	-15.15%	-288.67%
000677	*ST 海龙	-14.25%	-282.04%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从表 3－4 中可以看到，深南电的主营业务是天然气发电，这一业务的营业收入占其总收入的 94.92%。但由于政府严格管制电价，天然气发电业务的成本远高于它所创造的收入，深南电的毛利率低至－69.55%。以往，由于获得了巨额的政府补助，深南电能够勉强支持，而在 2012 年，政府补助收入也从 2011 年的 12.92 亿元下滑至 8.52 亿元，下跌幅度超过 1/3，达到了 34.04%。一方面，由于新能源的替代作用日益明显，政府已经三心二意，供给"奶水"不足；另一方面，核心业务受到严格管制，而新的业务又还不能撑起大梁，深南电的亏损无法避免。

表 3－4　深南电 A2012 年营收情况　　（金额单位：元）

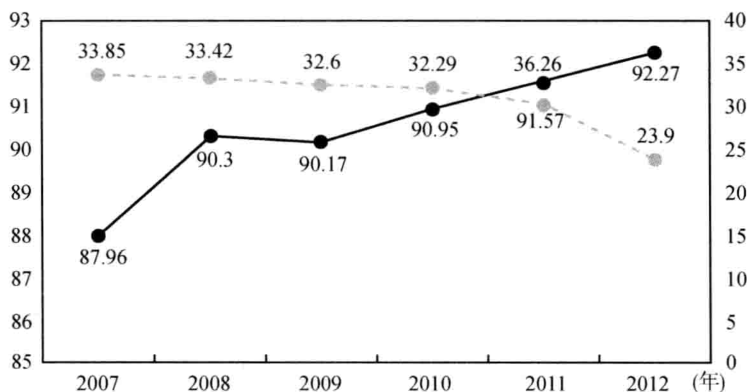
业务分类	营业收入	营业成本	毛利率
电力生产	119978.74	203424.17	－69.55%
热力生产	468.38	1061.31	－126.59%
工程承包	1216.00	1111.19	8.62%
污泥处理	3665.14	1909.28	47.91%
其他	1077.52	851.12	21.01%

与深南电 A 这样的"屌丝"相比，贵州茅台也许是典型意义上的"高帅富"。要知道，保持一时的高毛利率不难，保持一直的高毛利率却很难。从图 3－5 可以看到，贵州茅台的毛利率一直处于高位，2007 年是 87.96%，2008 年到 2012 年一直都保持在 90%以上，并且处于平稳上升的状态。

与贵州茅台比较，中兴通讯的毛利率似乎更符合"经济规律"。中兴通讯属于电子产品行业，众所周知，电子产品行业更新特别快，竞争非常激烈，所以一方面，中兴通讯的毛利率逐年下降，另一方面，中兴通讯的平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

均毛利率也远不如贵州茅台。



实线代表贵州茅台，虚线代表中兴通讯。

图 3－5　贵州茅台和中兴通讯毛利率之比较

为什么中兴通讯的毛利率远低于贵州茅台？为什么贵州茅台可以抗拒“均值回归”的经济规律？什么因素会影响到企业的毛利率？

我们都知道，由于竞争激烈、更新换代的速度飞快，“绝大部分的电子产品从刚一上市就开始贬值”，很多电子产品刚买到手就已经可以“淘汰”了。因此，电子产品行业的毛利率会逐渐下滑。但与此同时，更新换代也带来了一个好处，即通过产品代际更新来维持一定的毛利率，或者说保持价格。举个例子：如果苹果公司一整年都不推出比前一代更进步的产品，其产品的硬件性能将大幅落后于其他品牌的手机，从而影响其竞争力；与此同时，新产品普遍定价较高，苹果公司因而获得了较高的毛利。但是，当期推出新一代产品时，其旧款手机就必然要降价，从而影响旧款手机的毛利率。

但是贵州茅台却不同，在 2013 年之前，我们最常听到的消息就是贵

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

州茅台又涨价了，因此，贵州茅台的毛利率不但没有降低，反而逐年提升，归根到底，这是由于企业拥有一定的定价权，而定价权来源于市场竞争结构。

因此，毛利率反映了企业所处行业的市场竞争结构。有些企业天生就处于一个“更好”的行业，比如贵州茅台；而有些企业则没那么幸运，所处的行业生存环境恶劣，比如中兴通讯。当然，行业的“好坏”不能决定一切，但是起码决定了企业的起跑线。

当然，同一行业内的企业也可能创造出完全不同的毛利率。

根据国外的一份研究报告，2013 年第三季度，全球手机市场仍然由苹果公司和三星电子主导，这两家公司几乎拿下了全行业 109%的利润。其中，苹果公司拿下了第三季度功能手机和智能手机行业 56%的营业利润，排名第二的三星达到 53%。相比而言，苹果和三星所有的主要竞争对手都处于亏损状态，只有索尼在当季实现盈亏平衡。最大的输家是黑莓，该公司当季在全球手机行业利润中的占比为－4%，谷歌旗下的摩托罗拉为－3%，诺基亚、LG 和 HTC 基本打成平手，行业利润占比均为－1%。

不同公司的利润差异明显，很大程度上是由毛利率高下不同造成的。苹果手机一直保持着高价且稳定的特征，从而坐拥很高的毛利率。从 2009 年到 2013 年，其总体毛利率一直保持在 40%左右，如图 3－6 所示。反观黑莓，在苹果大行其道之前，黑莓一直以商务机型著称，但自 2009 年以来黑莓便一直处于下滑趋势，到 2013 年第三季度，其毛利率更是低至－23.78%。也就是说，由于市场需求萎缩，黑莓必须亏本甩卖、苟延残喘。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

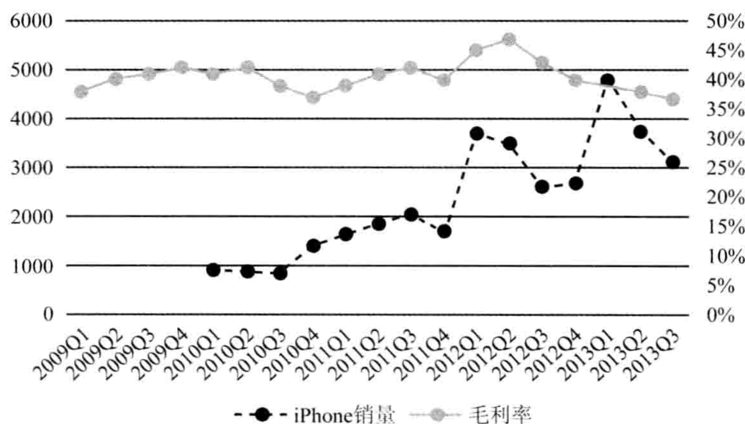


图 3－6　iPhone 手机销量和毛利率走势

从上面的例子可以看出，企业要想获得较高的毛利率，赢在起跑线上，两个条件必居其一：一是更好的行业竞争环境，从而让企业拥有一定的定价权；二是万一自己不小心选错了行业，也得有一定的本事，赢得一定的竞争优势，从而也拥有一定的定价权。或者我们可以说，不管是选择“抱行业大腿”还是选择“苦练内功”，都是为了获得竞争优势，这种优势不仅仅是对竞争对手的优势，也是企业面对用户或者供应商的优势。

那么，这种优势从何而来？答案很简单，来自“护城河”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利润表里的“护城河”

在前面我们提过，“护城河”中的几个要素，转换成本和网络效应都涉及定价权，而成本优势则自然与成本有关。如果一个企业拥有其中之一，则要么在价格方面可以进一步收割用户的钱包，要么在成本方面拥有竞争对手无法企及的结构性优势。

所谓转换成本，最早是由竞争战略之父迈克·波特在 1980 年提出，即消费者或者客户从一个产品或服务的供应商转换到另一个供应商时产生的一次性成本，包括主观的和客观的成本，主观转换成本主要是情感和精神因素，客观转换成本则主要是经济因素。

既然消费者或客户都是“有限理性”的人，那么在转换不同的产品或服务时，就会考虑这种转换给自己带来的成本和收益。

在 PC 时代，Intel＋Windows 系统和 Mac 系统的差异是很大的，无论是硬件还是软件系统。如果一个消费者要从 Intel＋Windows 系统转换到 Mac 系统，那么他很可能要从头学习 Mac 系统的基础知识，重新熟悉 Mac 系统的用户界面，克服 Intel＋Windows 系统给他带来的许多习惯。孰优孰劣不谈，但一个习惯了 Intel＋Windows 系统操作的人，肯定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要一定的时间来适应 Mac 系统，这些都是转换成本。

更重要的是，Mac 系统的生态环境与 Intel＋Windows 系统的生态环境并不一样，Mac 系统是一种小众文化，而 Intel＋Windows 系统则是大众文化。当你脱离大众圈子，将自己送入一个边缘化的圈子时，对自己的身份认同可能也会产生变化，这种变化就是主观上的转换成本。

此外，还存在另一种形式的主观转换成本，比如说情感。虽然从 Intel＋Windows 系统转换至 Mac 系统，可能在主观情感方面难度不大，但对于一些 Intel＋Windows 系统的忠实粉丝来说，让他们转换至 Mac 系统可能是一个巨大的情感挑战。

因此，消费者在面临转换时，就必须考虑 Mac 系统给自身带来的收益是否足以战胜自己的各种不适应和不愉快。这种不适应和不愉快，就是消费者的转换成本。

回过头来看贵州茅台。这是一瓶“国酒”，除了酒的基本品质优异这一基础条件以外，贵州茅台还有两个额外的稀缺优势：其一是产能的限制，其二是政治赋予的红利。这两者是相辅相成的：如果没有产能的限制，那么政治红利也就没有了基础；如果没有政治红利，那么贵州茅台也不过是好酒中的一种罢了。正因为这两者叠加，贵州茅台就有了一种不同的身份，喝贵州茅台的人的身份自然与喝其他酒的人身份不同。如果一个原来喝贵州茅台的人忽然要改喝别的酒，这种心理落差带来的冲击是巨大的，因此，贵州茅台拥有高昂的情感转换成本。

通常情况下，情感上的转换成本的价值可能会远高于经济上的转换成本。但不管是基于经济上的考虑还是情感上的考虑，转换成本的存在无疑帮助企业无形中抵御了竞争对手的进攻，提高了消费者或者客户的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠诚度。企业也因此获得了更多的定价权，只要企业收割用户钱包的价格低于用户的转换成本，用户就不会投入他人的怀抱。

网络效应是转换成本的一个重要来源。某种产品对一名用户的价值取决于使用该产品的其他用户的数量，这就是网络效应。具有互联性质——因为人们生产和使用它们的目的就是更好地收集和交流信息——并且边际成本很低的信息产品就是网络效应的最佳例子。如果网络中只有少数用户，他们不仅要承担高昂的运营成本，而且只能与数量有限的人交流信息和使用经验；而随着用户数量的增加，这种不利于规模经济的情况将不断得到改善，所有用户都可能从网络规模的扩大中获得更大的价值，而网络本身的价值更是呈几何级数增长。

Facebook 是网络效应的一个绝好例子。2004 年 6 月，马克·扎克伯格(Mark Zuckerberg)开发出了 Facebook 社交网络，当年夏天天使投资人彼得·泰尔(Peter Thiel)向 Facebook 投资了 50 万美元。Facebook 当时的估值不过 490 万美元，到年底，其用户数量为 100 万。到了 2005 年 5 月，风险投资公司 Accel Partners 向 Facebook 投资了 1270 万美元，Facebook 的估值上升到了 1 亿美元左右。2006 年 4 月，Facebook 的用户数上升到了 800 万，其估值约为 5.5 亿美元，在第三轮融资期间共筹集到了 2500 万美元。2007 年 10 月，Facebook 的用户数量增长到 1900 万，大金主微软收购了其 1.6% 股份，推动 Facebook 估值飙升到 150 亿美元。2010 年 7 月，Facebook 的用户数已经增长到 5 亿，其估值达到 240 亿美元。2011 年 1 月，Facebook 的用户数增长到了 6 亿，从高盛集团和一家俄罗斯投资机构处获得了总计 5 亿美元的投资，使得公司的估值达到 500 亿美元。到了 2012 年上市前夜，Facebook 的用户数量已经超过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9 亿，估值被推高到 1000 亿美元。2012 年 5 月 18 日，Facebook 在纳斯达克正式上市，开盘价 42.05 美元，市值达到 1152 亿美元，如图 3－7 所示。

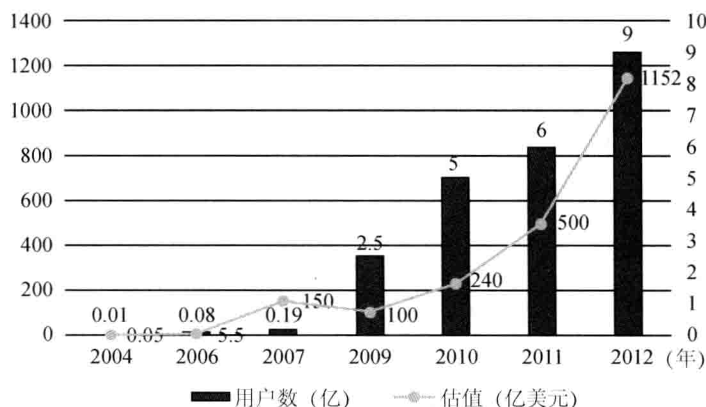


图 3－7 Facebook 的用户数量与估值

Facebook 的财富故事虽然激动人心，但多少有些遥远，我们再举一个身边的例子——腾讯。

腾讯推出的 QQ 是我们大家都在用的即时通信工具，根据其 2013 年第三季度的财报，QQ 总月活跃账户同比增加 4.0%，数额达到 8.156 亿。不考虑老一代和少一代不会上网和不能上网的，QQ 已经成为中国人民的好朋友，属于“国民级标配应用”。巨大的规模形成了巨大的网络效应，不仅帮助腾讯打败了进攻者，也帮助腾讯抢夺了新市场。

QQ 曾经遇到过很多竞争者，新浪等诸多竞争对手都曾推出过类似的即时通信工具，外来者 MSN(微软网络服务，微软公司开发的即时通信工具)也曾与 QQ 正面开火。有一段时间，我本着“鸡蛋不要放在一个篮子里”的精神，开了 MSN 账号，还使劲吆喝 QQ 好友们加 MSN，但奈何大家都不为所动，于是，久而久之，我自己也就懒得用 MSN 了。这不仅是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

笔者的个案，也是所有 QQ 用户的普遍情况。每个人的社交网络都已经绑定在 QQ 上了，这种群体性的转移所面临的转换成本之高，超过想象，所以，QQ 早已在中国的互联网市场树立霸权地位，而竞争者也早已“落花流水春去也”。网络效应帮助 QQ 固守了城池，也帮助 QQ 进入了新的领地，从网络游戏、门户、QQ 空间等，QQ 已经“指哪打哪”。微信的爆发性增长即是一个鲜明的例子。

网络效应在很大程度上体现出转换成本的特征，因此，也提高了产品或者服务提供者收割消费者钱包的能力。这种能力要么体现在价格的深度上，即所谓更高的价格；要么体现在价格的广度上，也就是围绕消费者可能消费的所有领域，提供了一站式的收费服务。一直以来，腾讯正是这么做的：你要玩游戏，它可以给你游戏；你要看新闻，它可以给你资讯；你要买东西，它可以卖东西给你……只有你想不到的，没有它赚不了钱的地方，这也是平台大行其道的最重要原因。

人口红利这样的成本优势确实存在。在 2006 年，中国人的劳动力成本仅仅是每小时 1.04 欧元，在金砖四国中仅比印度略高，不到俄罗斯的 50%，是巴西的 1/3，更不用与美国的 20.12 欧元/小时、挪威的 31.17 欧元/小时相比了，如图 3-8 所示。对于任何一家稍微有点智商的企业而言，中国的劳动力成本优势都是可以被发现并且利用的，这就是中国改革开放的真相：大量的西方企业看到了中国在劳动力方面的优势，将自己的制造车间、组装厂、销售机构先后搬到了这个辽阔的大市场，一方面降低了成本，一方面又收获了更多的销量。

但是这种成本降低显然是整体性的，并没有让哪家企业获得排他性的甚至是相较于竞争对手更多的成本优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

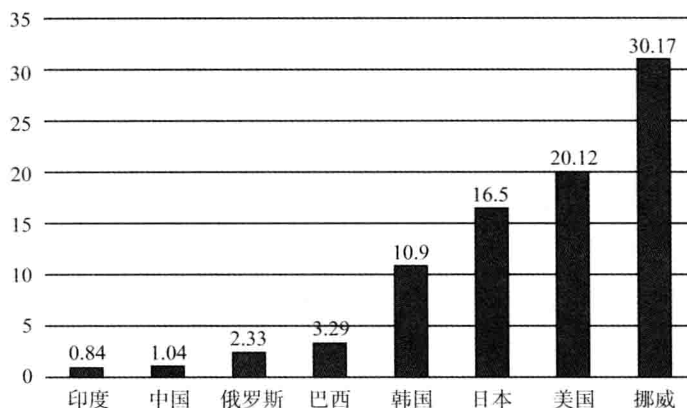


图 3-8 2006 年各国劳动力成本(单位：欧元/小时)

我们认为的成本优势是结构性的，并且在短期内具有独占性质，即便竞争对手能学习或者复制，也需要时间成本或者经济成本。只有这样的成本优势才能构成“护城河”，为企业赢得超额收益。

结构性的成本优势主要来源于三个方面：技术性优势、独特的资源和规模效应。

技术性优势源于技术对成本的削减，这在具有技术门槛的企业中表现得更加明显，比如科技行业、采矿行业。1993 年，具有一定技术优势的陈景河(现在的紫金矿业董事长)试图开发紫金山的金铜矿。按照当时的技术，紫金山金矿被认为品位低、投资大、风险高、开发价值极小。已做过小规模试验的陈景河，开始了冒险：将传统上只在北方干旱、平坦地区使用的黄金提炼工艺“堆浸法”引入多雨的紫金山区，用氰化钠溶液喷淋破碎后的金矿石，再收集含金溶液提炼黄金。这一新技术的应用，使原先没有开采价值的低品位矿瞬间具备了开采价值，同时急剧降低了成本。在这种情况下，2007 年，紫金矿业每克矿产金的成本只有 57.64 元，仅为国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内平均水平的45%；即使到了2012年，其自有矿每克矿产金的成本也只有109元。2012年，紫金矿业的矿产金产量为32吨，占全国矿产金产量的9.38%，但其实现的利润却占到了全国黄金企业利润的24.45%。在毛利率上，即便其2012年63.05%的毛利率比2011年的72.76%略有下滑，也远高于中金黄金的49.83%。

如果企业占据了独特的资源，那么也有可能获得成本优势。如果拿中国神华和中煤能源进行比较，就能看到独占资源带来的巨大好处。

中国神华占据的煤矿主要位于山西、陕西和内蒙古西部地区，这些地域地层较浅、便于煤炭开采，这为中国神华带来了持续的结构性成本优势。仅材料成本和人工成本两项，中煤能源每吨煤的生产成本是中国神华的两倍，至于折旧、摊销及其他成本方面，中煤能源也大幅高于中国神华。在2012年，中国神华每吨自产煤的生产成本仅需124.6元，这还是在2011年的基础上上涨的结果。反过来看中煤能源，其2012年每吨自产煤的生产成本为210.68元，比中国神华高出69%，而这还是在2011年的基础上控制了成本的结果，如图3－9、3－10所示。

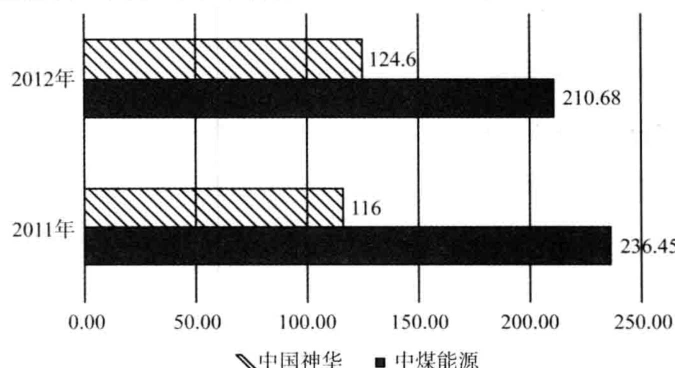


图3－9　中国神华和中煤能源每吨自产煤生产成本（单位：元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

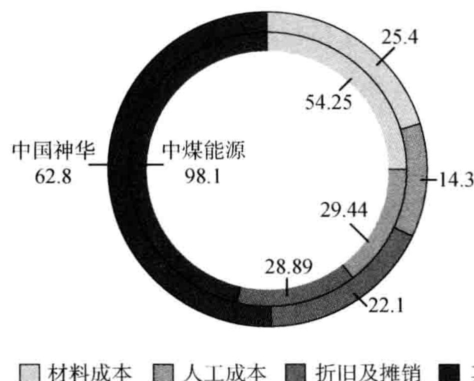


图 3－10　中国神华和中煤能源 2012 年自产煤生产成本比较（单位：元/吨）

中国神华的这种资源优势并非只局限于这一两年，其占据的矿区煤炭储量规模巨大。2012 年，其煤炭可采储量高达 151.23 亿吨，其中神东矿区的可采储量就达到了 81.14 亿吨，以目前的开采能力，仅神东矿区就可供开采近 27 年。

规模效应则是由高昂的固定成本导致，规模越大，分摊到单位产品或者服务的成本就越低。当企业拥有的用户数达到某个规模时，其就拥有了规模效应。这一方面前面多处已有涉及，不再赘述。

成本优势的三个来源中，独特的资源属于靠天吃饭，规模效应则需要靠资本推动，技术优势更依赖于人的发挥创造，因此，这三个来源也就有了不同的特征。当然，如果一家企业在这三方面都抢得了先机，那就拥有了复合型的宽广“护城河”，就能够获得更加具有持续性的超额收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利润是怎么来的

在利润表的最后，我们必须得到一个叫作“利润”的东西。但是，在不同的人眼里，这个叫“利润”的东西有不同的意义。

我们在前面提到的毛利是“最粗犷”的利润指标，这种利润指标是一种“出厂”性质的指标，反映了产品或者企业本身的盈利能力。在毛利的基础上，扣除营业税金及附加、销售费用、管理费用、财务费用、资产减值损失、公允价值变动收益和投资收益，就得到了营业利润。

其中，营业税及附加是一种强制性的伴随费用，只要产生了销售收入，这一项支出即不可避免；销售费用、管理费用和财务费用，也即传统上的三项费用，分别是企业为运营、行政和资本所支付的成本；资产减值损失反映了企业持有资产的正常贬值，这是一种沉没成本；公允价值变动收益和投资收益，则是企业利用资金忙里偷闲投资所获得的收益，这些投资可能纯属财务投资，也有可能属于战略投资，但在报表上，都反映为收益。营业利润是企业最具有持续性的利润指标，因为它是企业的正常业务——也就是“本行”所产生的收益。

举个简单的例子。华谊兄弟的本行之一是制作电影，它在电影制作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方面已经积累了丰富的经验和人脉，因此，只要这个行业还处于成长阶段，华谊兄弟就不会弃明投暗，放弃电影业务而去从事别的产业，华谊兄弟的经营利润因而也就有了一定的延续性。当然，由于观影观众喜好难测，华谊兄弟的票房收入虽然在总体上保持高速增长，但有时仍不可避免地会遭遇滑铁卢，比如在 2011 年(见图 3－11)。这正如冯小刚所说，他随便拍的一部片子票房能过 4 亿元，认真拍的电影却票房惨淡，观众大概是世界上最难猜的一批“动物”。

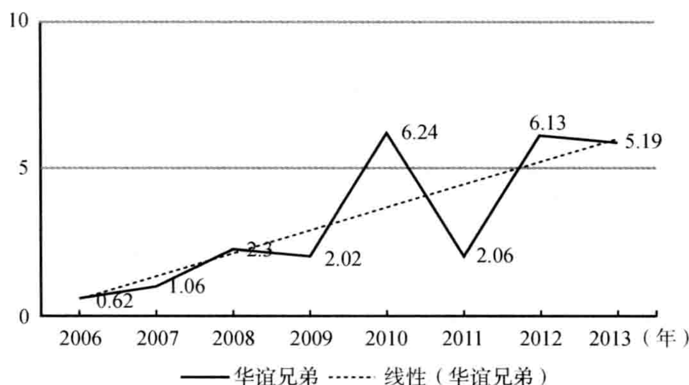


图 3－11　华谊兄弟电影票房收入(单位：亿元)

当然，我们还可以从营业利润中再剔除一些看起来像是“不务正业”的部分，比如公允价值变动收益和投资收益。这两部分实际上“深不可测”，有可能给企业带来大量收益，也有可能给企业带来风险。比如在 2006—2007 年那段遍地股神的时间里，如果企业动用资金炒股，很有可能会带来大量的收益，这在报表上可以算作公允价值变动收益；假如在 2003—2013 年这一地产界的黄金时代中，企业动用资金去炒房地产或者相关权益，估计都能赚得盆满钵满，这在报表上也可以算作公允价值变动收益……但是，股票不能一直上涨，房地产也不可能一直涨下去，企业“不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务正业"带来的风险可能远超其主业所带来的。以国际实业为例，其2013年半年报显示：其在证券投资上亏损6258.76万元，尤其在二级市场减持中煤能源(601898.SH)和北京银行(601169.SH)，分别损失3317.65万元和3425.85万元；到了第三季度，这一情况虽稍显好转，国际实业证券投资亏损降低至4118.26万元，但同期归属于上市公司股东的净利润也不过6149.59万元。

以营业利润为基础，再加上营业外收支的差额，就是利润总额，利润总额扣除所得税费用之后，即为净利润。大多数时候，不管企业是靠主业赚钱还是靠副业赚钱，净利润算是一个最终的结果。人们以净利润为基础，还可以计算每股盈余这样的"明星指标"。

但真正专业的人并不想就此止步，毕竟净利润依然是一个相对"粗糙"的数据，它掩盖了很多过程，于是EBIT(息税前利润)、EBITDA(未计利息、税项、折旧及摊销前的利润)这样调整性质的"利润"指标就出现了。

EBIT即息税前利润，在净利润的基础上，将所得税费用和利息费用加回来，就得到了息税前利润。这是一种全口径的利润指标，代表着股东、债权人和政府部门所共享的经营成果。也就是说，息税前利润是企业经营自身全部资产所获得的成果，这些成果将按照一定的规则分配。真是"安得倚天抽宝剑，把汝裁为三截"："一截"给予债权人，"一截"赠予政府部门，"一截"归还股东。

皆大欢喜。

EBIT消除了资本结构和所得税政策的影响，同一行业中的不同企业之间，无论所在地的所得税率有多大差异、资本结构有多大的差异，都能够拿EBIT来作更为准确的盈利能力的比较。因为有的企业可能享有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所在地的税收优惠政策，而有的企业却不能，在剔除了所得税率等因素之后再进行比较，结果显然更精确。

在 EBIT 的基础上，再加回折旧费用和摊销费用，则构成了 EBITDA，即未计利息、税项、折旧及摊销前的利润。

利息和税项对净利润的干扰来源于资本结构和政府，但从某种程度上来说，利息和税项可以人为选择：可以选择较低的资产负债率，从而降低利息费用；也可以选择税率低的地区，比如 BVI(英属维尔京群岛，世界著名的离岸管辖区之一，享有巨大的税收优惠）、百慕大之类的避税天堂。但在摊销和折旧方面，企业的选择空间并不大，因为任何企业要生产某种商品或提供劳务，大都需要购置厂房、机器和设备，配置一条完备的生产线。于是，有些企业会觉得很委屈，因为它们必须在固定资产上投入巨额资本，并因此形成了巨额的折旧费用，从而影响了净利润。管理层可以说，净利润，甚至是 EBIT，并不能真实反映企业的盈利状况，EBITDA 才是企业真正赚到的利润，因为该指数更加贴近现金流的利润。

依旧以华谊兄弟为例，如表 3－5 所示。

表 3－5　华谊兄弟 2011 年—2012 年的净利润、EBIT 和 EBITDA(金额单位：元)

项　目	2011 年	2012 年	同比变化
净利润	205420248.07	240708228.39	17.18%
所得税费用	67886682.63	80276400.37	18.25%
利息费用	2688524.58	65162396.36	2323.72%
EBIT	275995455.28	386147025.12	39.91%
摊销	7913685.80	6760113.81	－14.58%
折旧	17773042.81	33972965.83	91.15%
EBITDA	301682183.89	426880104.76	41.50%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华谊兄弟 2012 年的净利润是 2.4 亿元，相较于 2011 年的 2.05 亿增长了 17.18%。当然，华谊兄弟要缴纳的所得税是随着净利润的增长而增长的，但是其利息费用却在 2012 年发生了巨大的变化。2011 年，华谊兄弟的利息费用只有区区 268.85 万元，到了 2012 年，狂飙至 6516.24 万元，这种变化意味着华谊兄弟的资本结构发生了很大的改变。华谊兄弟 2011 年的资产负债率是 30.68%，到了 2012 年，已经上升到 48.65%，负债从 2011 年的 7558.10 万元增长到 2.01 亿元。这一年，华谊兄弟似乎什么都没干，只忙着借钱了。当然，借钱有借钱的原因和用途，但是反映在利润表上，资本结构的变化削减了利润，剔除掉所得税费用和利息费用的影响，华谊兄弟的 EBIT 同比增长 39.91%。

再来看摊销和折旧的影响。某种程度上，华谊兄弟本来是一个轻资产公司，因为电影制作、电视剧制作和经纪业务靠的都是人，不怎么靠固定资产，但是华谊兄弟用 IPO 募集的资金来投资院线，这样就增加了不少固定资产，也因而导致其折旧迅速增长。同时，由于华谊院线还处于初创期，院线规模不大，影响力也不大，其 EBITDA 和 EBIT 的增速相差不大。

总体上，剔除了所得税费用、利息费用、摊销和折旧后的 EBITDA 增速已经远高于净利润的增速，这说明在剔除了可人为调整的因素和沉没成本的影响后，EBITDA 可能更加真实地反映了企业本身在“现在”这个时点上的盈利能力。

当然，我们还可以考虑每股收益和剔除资金成本的经济收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第4章

财务分析的显微镜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从哈耶克到凯恩斯，从索罗斯到巴菲特

20 世纪 30 年代，经济学领域肇始了一段著名的争论，争论的双方都是大师级的：凯恩斯、哈耶克，以及他们各自的弟子加尔布雷思和弗里德曼。这 4 个人中，除了凯恩斯没有获得诺贝尔经济学奖以外，其他三人都曾获得诺贝尔经济学奖，但尽管如此，凯恩斯在经济学中的地位毋庸置疑。这种经济学超豪华阵容的巅峰决战，足以让后人敬仰。

1931 年，哈耶克首先在剑桥——凯恩斯的大本营举办了 4 次讲座，对政府干预市场的凯恩斯主义进行了反驳。哈耶克认为，在已经到来的世界经济大萧条中，用借来的钱投资，从而解决经济不景气的状况，只能让局面变得更糟（这似乎是早期版本的 QE）。对此，哈耶克提出了自己的补救办法：让时间解决一切。而此后，凯恩斯用一句名言对哈耶克作出了回应："长期而言，我们都会死。"

一开始，凯恩斯占据了上风，从 1929—1933 年经济大萧条后的罗斯福新政，到 20 世纪 70 年代西方经济衰退，凯恩斯的理论及后来的凯恩斯主义经济学支配了整个西方经济，政府成为飘在市场上空的幽灵。美国总统尼克松在 1971 年说"我们现在都是凯恩斯主义者"，诺贝尔经济学奖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得主罗伯特·卢卡斯也曾经表示:"我想人人都是藏而不露的凯恩斯主义者。"

但到了1973年,在"石油危机"的冲击下,西方出现了一次严重的经济"滞涨",凯恩斯主义束手无策,面临破产。哈佛大学著名的宏观经济学家格里高利·曼昆在1992年说,"经济学科向前又发展了50年之后,《通论》(凯恩斯最主要的经济学著作)这本书已经过时了……我们理解经济运行比凯恩斯占有优势"。

哈耶克所倡导的自由主义经济学由此开始"反攻",成为美国里根政府和英国撒切尔夫人执政的基本信念。在哈耶克90岁生日时,撒切尔夫人曾写信称赞:"您的著作和思考所给予我们的指导和启迪,是极其重要的,您对我们居功至伟。"

凯恩斯和哈耶克的这一场争论在过去发生,延续到现在,也许还将争论到将来……但是究竟谁对谁错呢?

答案是谁也没有错。

哈耶克和凯恩斯争论的焦点很简单——靠市场还是靠政府。哈耶克追求自由,认为人只具有"有限理性",人的知识并不完美,从这个立场出发,自由是他永恒的理想,市场干不了的,政府更加干不了;凯恩斯则认为,市场经济也需要管理和干预,一种带有适当干预和管理的市场经济,即所谓的混合经济是最佳的。

奇怪的是,这两种看起来水火不容的经济思想,竟来源于同一个"老师"——瑞典经济学家魏克赛尔的货币经济思想,即"自然利率"。凯恩斯认为,市场利率与自然利率的背离是经济波动的根本原因,央行人为操纵并压低贷款利率,并通过政府干预改变企业家和人们的预期,即可以使经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济恢复、就业均衡;而哈耶克则恰恰相反,他认为政府干预“意味着,一部分可用资源再一次被引导至错误的方向,并使一种决定性和持久性的调整再一次受到阻碍。即使闲置的资源的吸收因此而加速,也只等于为新的纷扰和新的危机埋下了种子”。显然,凯恩斯理论的基石在于,人是“理性”的,而哈耶克的目光则停留在“有限”上。正因为这种哲学信仰上的分歧,导致两人观点产生巨大的差异。

如果说凯恩斯和哈耶克论战的“罪魁祸首”是哲学信仰,巴菲特和索罗斯就更是如此。

索罗斯在投资方面取得了巨大的成就,1998 年的东南亚金融危机使他家喻户晓,他曾直言:“我希望人们不要过多地试图研究我是怎样在股市上赚钱的,而是更多地注重我的哲学理念。”与索罗斯相比,巴菲特也不遑多让。他曾因“价值投资”功成名就,其投资言论让许多人迷恋,有关他投资哲学的作品也早已是汗牛充栋。两人殊途同归,他们是最成功的投资者,也是投资最成功的哲学家——至少,他们说明了看起来务虚的“哲学”确实可以赚钱。

经济学要有信仰,投资要有信仰,那么分析财报,自然也需要有信仰。信仰能让人有所坚持,能抵制诱惑。很多人分析财报也好,炒股也好,往往陷入两个极端,要么对踏实的分析嗤之以鼻,迷信于内幕消息和花边新闻,要么则希望一家企业这也好,那也好。可是他忘了,如果一家企业这么好,哪里还轮得到他来买。

信仰能帮助他确定,什么样的企业对他来说才是好的企业。是追求高成长的企业,还是追求稳定的“现金奶牛”;是要寻找稳健的资产来抵御风险,还是打算搏一搏,“单车变摩托”,寻找高收益的企业。确定了自己

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的目标，分析财报才能有的放矢。

很多人自称是巴菲特的学生、是价值投资的粉丝，但实际上却并不是那么回事。一种人只是用这个口号来包装自己，让自己看上去与“大师”接轨，这样才能忽悠别人的钱袋子；一种则是人云亦云，看到巴菲特靠投资哲学名利双收，于是就想效法先贤，奈何没那个功力；还有一种人就只是说说而已，并没有“知行合一”。

所以，我们不但要有信仰，还要将这种信仰融入我们的实践，融入我们的骨髓和血液，成为我们知与行的指南。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析的逻辑

没有信仰的人是可悲的，但是光有信仰没有方法也是不行的。

很多人信仰自由主义，但大部分人并不能靠这种信仰赚钱，波尔也教过很多学生，但只有索罗斯以此成名，巴菲特的信徒众多，赚钱的也没几个。信仰只是一种高高在上的白云，我们还要将它投射到赚钱的“实地”上，否则就是纸上谈兵。

一般来讲，我们需要一种从大到小的分析逻辑。分析一家企业，首先要了解的自然是其生存环境，“橘生淮南则为橘，生淮北则为枳”，生产同样产品的企业，由于生存环境的不同，很可能呈现出不同的特征。这种生存环境既包括宏观经济环境，也包括所处行业的自身特性。

宏观经济环境的影响是全局性的。某些行业，比如金融行业，对利率的变动非常敏感。普通的储户去银行存钱，只能获得 0.35% 的活期利率，但是普通的企业或者个人去贷款，就要付出 5.71% 甚至更高的成本，这个利差就是银行的收益。而余额宝先聚集了大量散户的小额资金，形成了巨大的规模，再从银行处获得了协议存款的利率——这一利率一度达到了 6.74%——这么一折腾，银行的利差就几乎丧失殆尽。虽然余额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宝的体量相对于银行业的体量来说还很微小，但所谓“千里之堤，毁于蚁穴”，这种“毁灭性的创新”必然引起既得利益者的恐慌。

同时，宏观环境的影响也是长期性的。比如，在2011年至2014年初，人民币相对美元走出了一波明显的升值趋势，在这样的趋势下，大量热钱自然会逐利而来，从而推高资产泡沫，如图4-1所示。

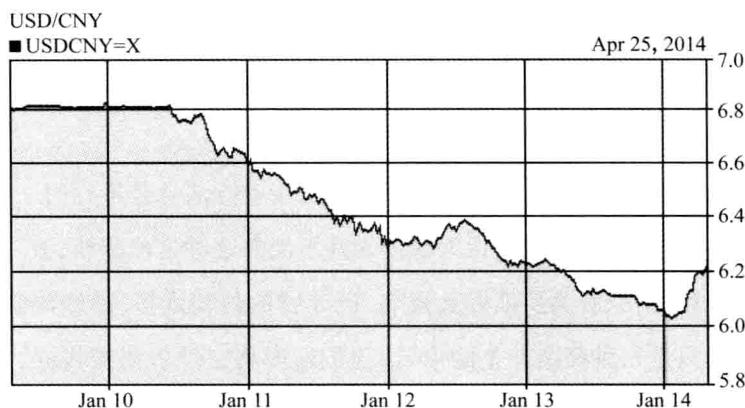


图4-1 2010—2014年美元对人民币汇率

行业对于企业的影响更为直接。房地产行业和即时通信行业是完全不一样的行业，房地产企业和即时通信企业自然不可能玩一样的花样。自2004年以来，房地产企业只要能拿到地，大多能稳赚不赔，大型房企遍地开花；而即时通信行业似乎只有腾讯一个玩家，它正削尖了脑袋，竭尽全力地利用自己“自然垄断”的状态，把免费的用户转换成愿意付费的用户。

因此，行业往往是我们分析一家企业的起点。了解企业，必须先动态地了解行业。

首先，我们需要了解这个行业的价值链——从原材料到终端消费，历

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经了哪些环节。比如电力行业，从煤炭、水利、风能或者太阳能发电到变电、输电、配电、用电，这样一条垂直的完整链条是怎样完成整体运作的？此外，基础建设、电力信息和智能设备等辅助性的环节在整个价值链中的作用如何？这都是我们必须了解的。

其次，我们也必须了解行业的基本特征，包括行业规模、行业周期、行业的竞争结构和约束等。行业规模就像是水池，水池越大，越容易出现大鱼。电影制作行业的规模远比不上房地产行业，电影制作行业还在为整体规模突破 200 亿元鼓掌呼号，而房地产行业的龙头企业们早已破了千亿。行业周期则直指行业的发展态势。一般不会有人对夕阳行业，比如火柴行业，发生兴趣；而如果是朝阳行业，比如电商，往往在短短几年内诞生优秀企业。行业的竞争结构和约束，则意味着行业内部玩家面临的竞争压力——是七国争雄还是三国杀，是楚汉相争抑或一统天下？面临不同竞争压力的企业，往往呈现出不同的生存状态。此外，不同行业总会受到不同的约束条件，对于电影流水线上的行业来说，行政政策就是大招，一不小心就会出大问题。2014 年 4 月，靠着“美剧”风头无俩、排在互联网视频播放行业前三名的搜狐视频就吃了个闷亏：美剧无法通过审核，《生活大爆炸》、《傲骨贤妻》、《律师本色》、《海军罪案调查处》这样的热门剧被迫下架，这种政策对企业来说真是会要命的。

了解了行业，再来分析企业。企业的盈利模式、产品和业务、管理架构和财务业绩，这些是一个完整系统的“里子和面子”、“胳膊和大腿”，都需要被认真分析。

分析无非两种：顺藤摸瓜和互相比较。

对于一家企业而言，“面子”是财务业绩，“里子”是企业的盈利模式、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产品业务、管理架构，“面子”和“里子”应当能互相印证。因此，顺藤摸瓜是指，我们可以从财务业绩着手，不断地深入挖掘财务业绩背后的支撑点。比如说，发现一家企业的净资产收益率很高，就进一步查看其净资产收益率高是因为其总资产收益率高还是因为使用了杠杆；如果是因为总资产收益率高，我们可以继续查看这是由高产品利润率造成还是由高企业周转效率导致；如果是因为产品的利润率高，我们又可以继续查看，是不是因为毛利率高；如果答案依旧是肯定的，我们可以继续深入，看看企业的产品是什么样，是奢侈品还是刚需、企业有无定价权等。

互相比较，顾名思义，就是和自己比、和同行比。我们常说，人比人气死人，分析企业却是不比较才会气死人。

但是，我们要注意一点，那就是，没有一家企业是完美的。也许一家企业正处于成长期，其每年的营收都会高速增长，但其产品运营效率却可能还处于较低的水平；又或者该企业需要不断融资，从而长期面临一定的财务风险。也许另一家企业虽是“现金奶牛”，业绩稳定，但增长乏力，每年有大比例的分红。那么，这两家企业究竟哪一家更好？没有答案，要看你自己的偏好，或者说信念。如果你觉得成长是一切价值的源泉，那就要通过各种方法分析其成长的可靠性和持续性；如果你觉得稳定压倒一切，那就要通过各种分析方法去验证，这种稳定是不是靠谱。

这就是我们分析的基本逻辑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三张报表和一个故事

大多数有关财报的书籍，都会对资产负债表、利润表和现金流量表进行逐一分析，这三张表确实从不同的角度刻画了企业的某些形象，资产负债表是静态——存量的角度，利润表则是动态——流量的角度，现金流量表则是从现金流的角度。

我们都知道，现在流行的财务处理方式是以权责发生制为基础的，即讲究收入和费用的匹配。这种匹配既包括空间上的匹配，也包括时间上的匹配。什么是空间上的匹配？举个例子来说，A 项目和 B 项目的收入费用应该互相匹配，不应该颠倒错乱；而时间上的匹配则是指收入和费用的期间一致。

权责发生制体现了没有投入就没有收获的朴素逻辑，而收付实现制则无视了这一点。收付实现制是指，货币的收付是判断收入或支出的唯一标准。比如交易双方签订了一份合同，甲方一次性付清了所有款项，但依照合同，乙方的服务却延续了好几个会计期间。在收付实现制的视角下，付款发生时，支出发生了；而在权责发生制的视角下，付款并不代表什么，只有在服务发生时，与期间匹配的支出才相应发生。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

听上去，权责发生制似乎确实比收付实现制靠谱，它更加真实地反映了企业的状态，比如盈利能力。但收付实现制涉及货币，企业很难人为操纵；而权责发生制面对的绝大多数对象都可以在企业内部处理。这是权责发生制无法企及的好处。不过一旦涉及收款或者付款这样的环节，企业依旧需要外部配合才能随心所欲。

所以，老道的会计们在权责发生制的基础上编制了资产负债表和利润表，又在收付实现制的基础上编制了现金流量表。现金流量表是资产负债表和利润表的有益补充。这句话里有几个隐藏的意义：一方面，这说明资产负债表和利润表是主要的；另一方面，则说明现金流量表也不能少。总之，这三张表是一个整体，通过一家企业的三张财报，我们能完整清晰地讲述这家企业的故事。

以华谊兄弟 2012 年的年报为例。

我们发现，华谊兄弟在 2012 年年初的资产是 24.64 亿元，经过一年时间的运作(我们姑且先不讨论运作的具体方法，要知道让资产增长是有很多方法的)，到年末增长到 41.38 亿元，增长率为 67.94%。这种增长速度当然是极快的，一般来说，处于朝阳行业的成长型企业才有可能获得这样的速度。同时，它以这样的总资产(为方便起见，我们以年末年初的平均资产 33.01 亿元进行计算)，在 2013 年赚取了 13.86 亿元的营业收入，同比增长 55.36%，以及 2.41 亿元的净利润，同比增长 17.56%。也就是说，每 1 元资产可以获得 0.42 元的收入、0.07 元的净利润。

从这样的数据来看，华谊兄弟的总资产收益率似乎并不高，但这一判断似乎有待商榷。华谊兄弟 2012 年 2.41 亿元的净利润收益属于全体股东，华谊兄弟 2013 年的平均所有者权益是 19.16 亿元，这么一算，股东每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投入 1 元则可以赚到 0.13 元的净利润，股东收益率上升了不少。这说明，华谊兄弟的管理层很聪明，他们通过“借鸡生蛋”的方式，提高了股东收益。当然，在严格意义上，其获取的收益应该再加上已支付的利息，这样才能与总资产相对应。

还有一个重要的问题值得考虑。在市场经济环境中，信用销售是非常普遍的事情，也就是说，华谊兄弟确认了收入，但这笔收入却有可能只是应收账款，而不是实打实的货币资金。因此，我们还需衡量营业收入的现金质量——现金一日未收回，就有一日的坏账风险。

2013 年，华谊兄弟营业现金与收入之比是 0.71，也就是说当期获得 1 元收入，实际收到的现金是 0.71 元，剩下的 0.29 元还在别人手里。而在 2012 年，华谊兄弟的营业现金与收入之比为 1.12 元。相较而言，该比值明显下滑。之所以产生这样的变化，要么是华谊兄弟的收款政策出现了较大变化，要么是华谊兄弟 2012 年业务量减少，只顾着回收 2011 年的票房，这当然需要我们进一步求证。但如论如何，这并不是一个好消息。

显然，华谊兄弟的资产增长，一部分来源于收益的留存，但更多是依靠债务的贡献。

华谊兄弟自己又是如何讲述自己的“故事”呢？从年报上可以看到，华谊兄弟自认为：“公司的核心竞争优势是对影视、文化资源强大的整合能力。公司是目前国内唯一一家将电影、电视和艺人经纪三大业务板块实现有效整合的传媒企业，是业内产业链最完整、影视资源最丰富的公司之一。在公司统一平台的整体运作下，电影、电视剧的制作、发行业务与艺人经纪业务形成了显著的协同效应。”华谊兄弟的这一番措辞，可以被简单地归结为“明星艺人＋明星导演＋明星项目管理”机制，也就是通过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对明星、名导等“原材料”，生产出卖座的产成品——电影或者电视剧，收获票房或者版权收入。

那么，华谊兄弟的年报数据有没有印证它的“核心竞争优势”呢？

从收入来看，2013 年的营业收入确实实现了高速增长，这似乎印证了华谊兄弟的“故事”，即核心优势带来优良的内容，从而实现更多的收入，占领更多的市场份额。然而，进一步观察发现，它利润的增长赶不上营业收入的增长，更不用说资产的增长，从这个角度来说，华谊兄弟的数据跟它的“核心竞争优势”有些脱节。股东权益收益率也不怎么吸引人。

这似乎有些矛盾。在人文摄影界有一句话是说，如果你拍得不够好，那是因为你站得不够近。财务分析也一样，如果你无法得出结论，那是因为分析得不够多，挖掘得不够广泛。一般情况下，我们通过盈利指标、成长指标、流动指标、营运指标、质量指标和个性指标来描述一家企业的整体概貌。

盈利指标是衡量企业盈利能力的指标，如总资产报酬率、净资产收益率、每股收益、毛利率、剩余收益等。

成长指标，顾名思义是衡量企业成长能力的指标，可以是资产的成长，也可以是收入的成长和利润的成长，一般都在不同年度之间进行比较。

流动指标一般被用来衡量企业的偿债能力。一般来说，谁都不想企业没有足够的现金或者资产偿还到期债务，如果流动资产紧张，那将对企业产生重大影响。所以我们必须考虑企业的流动性，可供参考的指标包括资产负债率、流动比率、速动比率、利息支付倍数等。

营运指标则被用于考察企业管理层的运营效率，主要考察的就是资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产项目的周转水平，如总资产周转率、应收账款周转率、存货周转率等。

质量指标则主要分析资产质量、收入质量等，如考虑营运现金流与营业收入比，营运收入的可持续性等。

个性指标，则往往跟行业密切相关，能反映每一个行业的特征。比如通信、游戏行业的 APRU，即每用户平均收入（Average Revenue Per User），衡量的是一个时间段内通信运营商或者游戏运营商从每个用户那里所得到的收入。很明显，企业都会尽全力提高 APRU 值，对于游戏运营商和通信运营商来说，每个用户花的钱越多，自己赚的钱就越多，因为自身的边际成本很低。

从图 4－2 可以看到，社交游戏、网页游戏以及大型客户端游戏的 APRU 值存在明显差异，其中，社交游戏的 APRU 值最低，网页游戏的 APRU 值最高，大型客户端游戏的 APRU 值则介于两者之间。一般来说，社交游戏是游戏行业的新星，这样的身份一方面使其 APRU 值不断提高，另一方面，也将其用户群体局限于学生群体当中，而这一群体的消

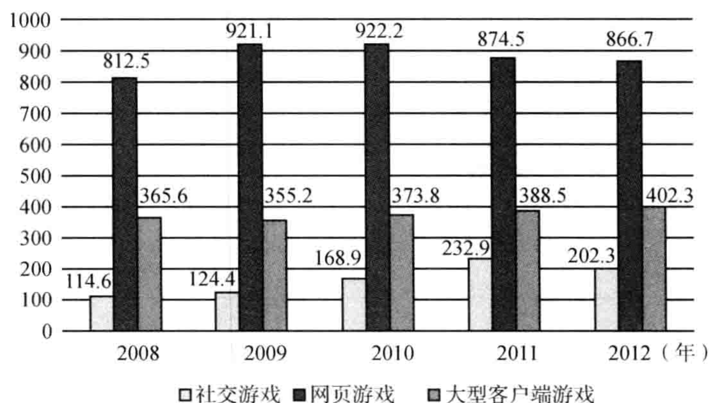


图 4－2　中国游戏行业 2008—2012 年 APRU 值（单位：元/年；数据来源：艾瑞咨询）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费能力普遍较低。网页游戏则相对成熟,用户的消费习惯已经被培育起来,并且具有更高的消费能力;但是由于移动客户端的发展,网页游戏已经开始"衰老",其 APRU 值在 2010 年达到顶峰后便开始衰退。大型客户端游戏已进入"老年期",面向的用户是真正的游戏发烧友,追求画质、音效、情节、设定等,并且具有较高的忠诚度,因此 APRU 值稳中有升。

APRU 值虽然容易计算,但不同企业选择不同计算方法,所得结果就有可能不同。

2012 年,美国财经投资博客 Seeking Alpha 刊登了一篇文章,质疑奇虎的 APRU 值。该文章认为,奇虎提供的网页游戏与竞争对手没有太大差异,但其网页游戏业务的每月 ARPU 为 440 元人民币,远超盛大游戏、人人、巨人网络、畅游、空中网、腾讯和金山 7 家竞争对手(ARPU 值不到 70 元人民币)。随后,以做空中国概念股著称的香橼再次质疑奇虎的 APRU 值,并要求与中国游戏运营商们进行一场"互联网性质"的典型约赌：如果你能用事实解释并支持奇虎在游戏收入上所称的数字,香橼将

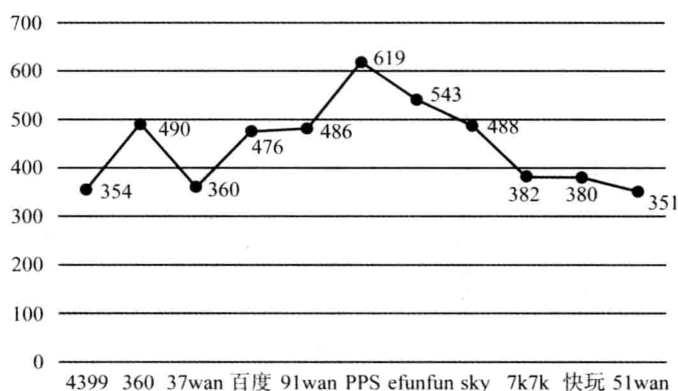


图 4－3　主要游戏运营商 2012 年 8 月的 APRU 值(单位：元/月)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以你的名义捐赠10万元人民币给你指定的一家慈善机构。而中国的游戏运营商们则充分发挥娱乐精神，联合自爆了自己的APRU值，并且声称自己采用月收入除以当月充值用户数的方法计算APRU值，而对方根本不了解这一点。

我们并不关心这场约赌的结果，但我们却从中发现了游戏运营商的动机：通过选择某种计算方法，可以"人为"放大某些关键指标，以迎合投资者所好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

深度分析：杜邦分析法的运用

我们可以从营运、成长、流动性、盈利、质量和个性等方面对企业进行全面诊断，但是完美的企业并不存在。有些企业可能具备很好的成长性，但在盈利能力方面却不得不放弃一些眼前的利润，以期获得市场份额，为未来打基础；有些企业可能处于良好的行业竞争环境中，但企业管理层的营运能力却并不如意。事实上，我们也不奢望于寻找最好的企业，而是寻找最合适的企业。而这又和分析选择的切入角度相关，如果我们偏好高成长的企业，那么可以更加关注它的成长性，并深入挖掘其成长背后的故事。

在通常的财务分析中，杜邦分析是一个很经典的深入挖掘模型。杜邦分析法源于美国杜邦公司，是一种用来评价企业股东权益回报水平，从财务角度评价企业绩效的方法。其基本思想是，将企业净资产收益率逐级分解为多项财务比率乘积，不断挖掘净资产收益率的真正根源，也就是俗话说的，不仅要知其然，还要知其所以然。

如图 4－4 所示，净资产收益率可以分解成总资产净利率和权益乘数，总资产净利率代表着企业所有资产的盈利能力，权益乘数则代表了企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业所运用的财务杠杆。一般来说，财务杠杆更具有操作弹性，负债 40% 和负债 60%，可能会对净资产收益率产生截然不同的影响；相反，总资产净利率则没有那么容易操作。

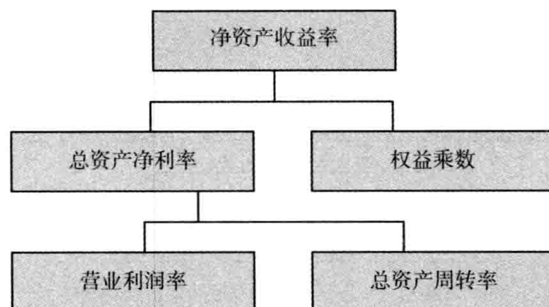


图 4－4　杜邦分析法

总资产净利率可以进一步分解为营业利润率和总资产周转率，其中，前者可由净利润除以营业收入得到，后者则由营业收入除以资产总额获得。这两个指标代表了资产盈利的两个方面：一个是空间上的盈利，即资产本身的盈利，如果两个产品的成本一样，但价格不一样，那出售两种产品所获得的盈利就并不相同；另一个则是时间上的盈利，对于所有企业来说，大家在时间上都是公平的，都是一个年度一个年度地编制报表，在一定时间内，企业售出产品的次数不一样，最终的结果也会不一样。

华谊兄弟 2013 年 9 月 30 日的净资产收益率为 12.3%，而 2012 年同期的净资产收益率却只有 7.62%（见图 4－5），华谊兄弟在一年之间发生了什么变化，才让净资产收益率得到这么大幅度的提升？

可以看到，华谊兄弟两年间的权益乘数略有降低，但总体来说变化不大，因此，净资产收益率的变化基本上是受总资产收益率变化的影响。2012 年 9 月 30 日，华谊兄弟的总资产收益率只有 3.89%，而到了 2013

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

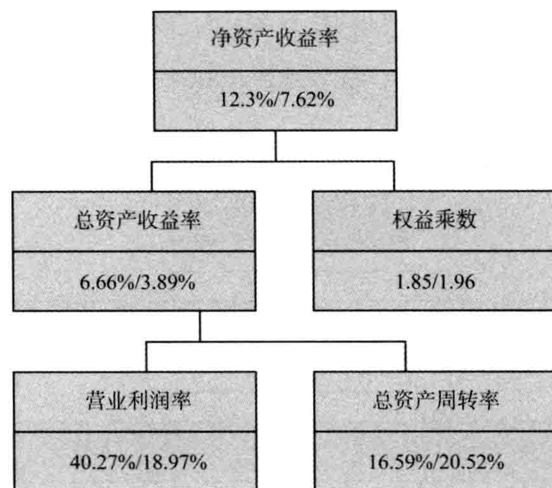


图 4－5　华谊兄弟净资产收益率(2013 年 9 月 30 日/2012 年 9 月 30 日)

年 9 月 30 日，总资产收益率却提高至 6.66%。

进一步挖掘华谊兄弟的总资产收益率，我们发现，华谊兄弟的总资产周转率有所下降，从 2012 年 9 月 30 日的 20.52%下降至 2013 年 9 月 30 日的 16.59%，但同期营业利润率却从 18.97%飙升至 40.27%。

为什么华谊兄弟的总资产周转率下降，营业利润率却飙升呢？2013 年第三季度，华谊兄弟营业收入 102296.89 万元，较上年同期相比增长 44.53%；营业利润 52051.10 万元，较上年同期增长 327.92%。营业利润的增长远超过营业收入的增长，这就是奥秘所在。如果继续抽丝剥茧，我们就会发现，华谊兄弟的营业利润包括出售北京掌趣科技股份有限公司的股权获得的投资收益 33685.91 万元，这个数字占营业利润的 64.72%。扣除投资收益之后，华谊兄弟营业利润率只有 17.95%，净资产收益率也变成 5.51%。可见，华谊兄弟的主要指标实际上是“虚高”了，其主营业务并没有变好，而且各种指标都在恶化，但因为不小心投了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一家移动终端游戏和页面游戏公司，刚好又赶上了游戏的好时候，于是天上掉下了馅饼，大大改善了财务指标。

杜邦分析是一个典型的深入分析的方法，不管我们最终关注的是哪一个方面，或者哪一个财务指标，通过层层挖掘，最后都终将从财务指标进入相关的业务，届时，你会发现这家企业的实质。毕竟，财务数据只是一面“镜子”，我们只有通过“镜子”看到背后的真实业务，才能真正地对一家企业进行分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

整体分析：企业的自洽

企业是一个系统，人也是一个系统，如果我们把企业和人进行类比，或许是一件很有趣的事情。宽度分析研究了企业的完整性，即我们把一个人从头到尾摸了一遍，看看有无遗漏什么，是不是缺胳膊少腿；第三节的深度分析，则是越过外表，向内里挖掘，比如我们看到一个人的眼睛昏黄毫无神采，想知道为什么，就可以按照中医“肝，开窍于目”的说法，探究一下他是不是肝有问题。

但是这还不够，一套系统的分析不仅体现在对外部和内部完整性、外部和内部一致性的分析上，更体现在对各子系统之间一致性的分析，也就是说，假如企业这一系统有两个子系统，我们不仅要分别探究两个子系统的完整性，更要探究两个子系统是如何联系和运作，从而构成一个整体的。这正如我们看待一个人，并不是孤立地看他的某个器官系统，如消化系统或者呼吸系统，而是看这些系统如何让一个人正常生活。这种内部的一致性，在哲学上叫自洽。

企业采购原材料，支付相应的货款，生产产品，然后将产品出售给用户，到最后收回货款，完成一次完整的业务循环。在会计报表层面，这一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业务循环会有明确的反映：采购原材料和内部加工，可能引起存货和应付账款的增加；销售产品，会引起存货的减少和应收账款的增加，同时确认了销售收入和成本；在收回货款阶段，应收账款减少了，但现金在增加。以完整的业务流程来看，会计报表上的表内数据和表间数据一致，这种一致不仅仅是钩稽关系的一致，更会体现企业的业务逻辑，也就是企业的自洽。

一般的家电零售商位于家电行业的终端，直接面对消费者。由于产品差异化程度相对较小，消费者拥有相对较强的议价能力，因此，家电零售商往往只能通过低价策略获得市场，这种低价策略必然挤压家电零售商的盈利空间。

但是，当家电零售商规模扩大，在产业内获得足够的议价能力，也就获得了向产业链前端挤压利润的能力，即拥有巨大的采购数量，进货时就享有巨大的议价能力，甚至足以越过分销商，可以直接与厂家进行谈判，如图 4－6 所示。

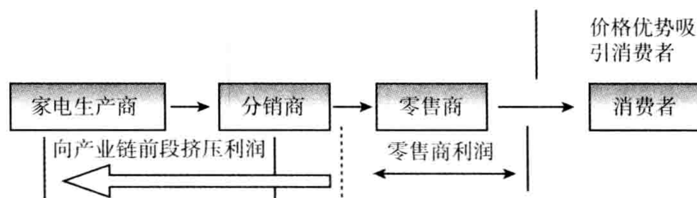


图 4－6　家电零售行业盈利模式

但是国美电器这样的连锁大卖场则不同。

由于规模巨大，除了享有采购时的大幅折扣以外，还能收取大量的其他费用，如店庆费、入场费、广告费、促销费及管理费等，国美电器甚至因上述费用而与格力、海尔等生产厂家不和，格力甚至因此不惜自建渠道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更重要的是，国美电器还利用销售收款与付给供货商货款的时间差进行了变相融资，即类金融运作模式，这种模式的运营也依赖于其优势议价地位。通常情况下，国美电器销售商品给消费者收到的是现金，而向厂家、分销商采购则并非直接支付现金，而是在一定期限内付清货款。国美电器销售规模越大，这一付款期限就越长，时间差产生的资金沉淀就越大，这一沉淀使国电器美有足够的流动现金，从而不断扩张规模；反过来，规模的扩大又促使国美电器享有更长的付款期，从而形成资金沉淀的循环，如图 4－7 所示。

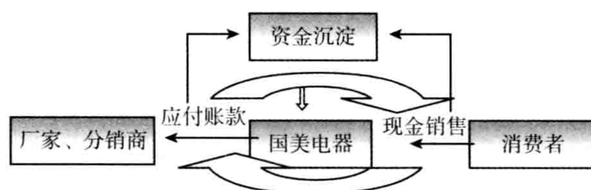


图 4－7　国美的类金融模式

虽然这一模式在家电零售行业普遍使用，但国美电器无疑将其应用到了极致。

2005 年到 2009 年，国美电器的应付账款周期均在 110 天以上，平均为 125 天；而同期苏宁的应付票据平均周期为 63 天，大约是国美电器的 1/2，应付账款周期更短，2009 年也才 32 天，大约是国美电器的 1/4。在报表上，国美电器的应付账款规模也就一直居高不下，如图 4－8 所示。

也就是说，国美电器采取的这种业务模式，必然会导致表上相关项目的变化，如应付账款项目的扩大。

我们再从反面来理解一下这种自洽的逻辑。

上市规则要求，在 A 股 IPO 的企业在过去三个年度内必须保持一定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

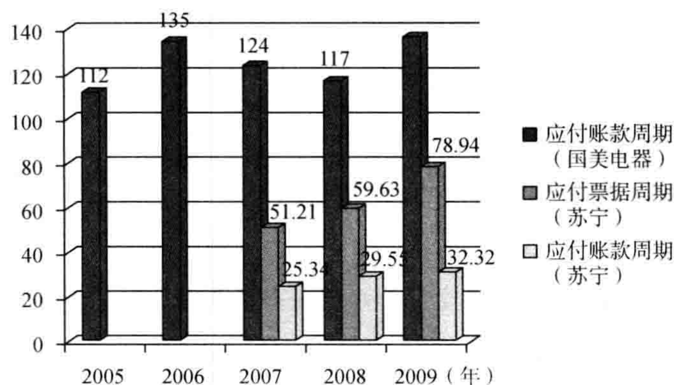


图 4－8　国美电器的应付账款周期

的增长性，实际上，许多企业并不能满足这一要求，或者说增长幅度不够。为了增加上市的可能性，许多企业会对这一趋势进行包装。

2011 年 9 月，万福生科(300268. SZ)在深圳证券交易所上市，公开发行 1700 万股，每股发行价格为人民币 25.00 元，共融资 4.25 亿元。2012 年 9 月，监管层在例行检查时有了意外的收获，万福生科的财务总监主动交出了公司造假的记录。2013 年 3 月，万福生科公告 IPO 造假事实：在 IPO 前的 2008—2010 年，造假后的营收和净利润分别为 9.89 亿元和 1.21 亿元，而真实业绩则只有 5.29 亿元和 0.2 亿元，虚增收入 4.6 亿元，几乎是真实收入的 1 倍。

万福生科如何造假？

收入增加了，要么是应收账款增加，要么是增加现金流。现金流增加需要第三方配合，并且要第三方付出真金白银，难度很大，所以企业一般是选择通过增加应收账款的方式来造假。但是，如果虚增的收入都是以应收账款的形式存在，就必然会扭曲总体的收入质量。打个比方，真实的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收入是 1000 万元，其中信用销售 800 万元，现金销售 200 万元，现在虚增 1000 万元，全部以信用销售的形式实现，收入和应收账款的比例就不正常了，应收账款周转率等指标也会被扭曲。

同时，收入虚增了，企业还得解决纳税相应提高的问题，这必将导致现金流出。

现在我们退一步，认可企业的解释——企业采取了更为激进的信用销售政策(我们的分析前提是：外部审计、银行、客户等第三方机构不会主动配合企业造假)，同时为获得更真实的造假效果，将合同等文件也伪造了，并且真实纳税——上述扭曲便可以得到解释。但是，应收账款在审计时需要函证，也就是需要第三方的认可，因此，企业依旧必须同第三方配合，才可能成功做假。

万福生科似乎没有那么大的本事。根据其招股说明书，在 2008 年和 2009 年，万福生科向“东莞樟木头华源粮油经营部”销售价值 950 万元和 1191 万元的大米，在后者的客户中排名第四，但根据媒体的调查，这名客户自 2007 年起就没有跟万福生科合作过了。如此简单的造假，一纸函证即可揭露。

即使不函证，或者不去现场查证，虚增的应收账款也无法完美地“消失”。已经确认的应收账款，在随后的年份里，要么是收到了货款，要么是进行坏账处理。收到货款必然艰难，依然需要第三方配合；进行坏账处理，则没有说得过去的理由。

万福生科如此低技术含量的造假为何能通过审核上市，不是我们关注的重点。我们可以印证的是，企业是一个自洽的整体，一个地方凸出来，就会有一个地方陷进去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业周期和行业结构

要说明的一点是：分析一家企业的最终目标是分析和熟悉其业务，不深入了解企业业务的财务分析不是好分析。如果财务分析只是止于各种财务指标，那么就都是隔靴搔痒，落不到实处。因为各项财务指标都是人为加工处理的结果，我们必须通过分析“路标”——财务数据，来找到“路标”指示的“藏宝地”——企业的业务。

具体到业务，那不得不说一句“废话”，对每一家企业都必须具体情况具体分析，没有放之四海而皆准的道理。

业务逻辑

我们来分析一下刚刚上市的汽车之家的业务。

按照汽车之家在招股说明书中的表述，汽车之家是一家中国领先的汽车网站，这家网站提供什么业务呢？

其一，专业的汽车相关内容，如独立而专业的汽车评测。在 2013 年的前 9 个月，汽车之家平均每天发布 600 篇文章、1200 张照片和 10 部视

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

频短片，这是很强大的内容生产数量（我们先不考虑其质量）。

其二，用户自己发布的内容。由于汽车之家拥有活跃且数量庞大的汽车用户，他们在论坛发布了大量的内容。截至 2013 年 9 月 30 日，汽车之家拥有注册用户 770 万，用户论坛超过 1400 个，日均独立访问论坛的用户数超过 270 万。

其三，全面的车型库。汽车之家的车型库拥有超过 1.5 万种车型的具体参数和超过 200 万张照片，基本上覆盖了市场已有的车型。

其四，新车及二手车交易资讯。截至 2013 年 9 月 30 日，汽车之家共有超过 240 万条新车交易资讯和 31.3 万旧车交易资讯。

概括来说，汽车之家更像是一家垂直媒体，为打算买车的用户提供汽车的相关资讯。因为积累了大量活跃的用户——既有有消费意愿和消费能力的准车主，也有只有兴趣没有能力的潜在车主——相对门户网站而言定位更为细分、精准，汽车之家的日均独立访问超过 570 万，日均页面访问量达到 1.04 亿，每天用户停留时间为 15 分钟，是主要竞争对手的 3 倍。

汽车之家因而成为品牌商和经销商愿意投放广告的平台；同时，由于汽车之家拥有非常精准的用户，可以为经销商导入销售线索，因而可以让经销商缴纳“会员费“。其实，汽车之家还可以进一步打通广告费与会员费两种收入来源之间的障碍，即在用户访问相关的评测内容时，向用户提供经销商的定向服务，从这个意义上来说，汽车品牌的广告投入和经销商的会员费，性质上是一样的：让用户了解我的品牌，然后去我的经销商买车！

这就是汽车之家的业务逻辑：通过为汽车细分市场的用户提供汽车资讯，积累用户，从而获得广告主青睐，并通过各种手段进一步将用户资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

源货币化。

截至 2013 年 9 月,在汽车之家投放广告的汽车品牌超过 80 家,占全部品牌的 80%以上;同时,缴纳会员费的经销商家数也达到 9320 家。与此对应,汽车之家的广告收入和会员费收入分别达到 6.18 亿元和 2.13 亿元。

行业周期

汽车之家在招股书中表明,营收的快速增长得益于中国汽车市场的爆发和在线广告市场的快速增长。

预计中国的乘用车销量将从 2008 年的 590 万辆迅速增长至 2015 年的 2070 万辆,年复合增长率达到 16.99%,而同期美国的年复合增长率则只有 2.7%。一般而言,在行业快速发展的时候,竞争者不断涌现,但竞争者抢占的份额大部分是市场份额的增量,当行业趋于成熟时,才会出现市场份额的重新分配。美国的乘用车行业显然已经趋于饱和,2008 年至 2015 年,受金融危机影响,销量有所下降,随后恢复并缓慢增长;相反,中国市场则一直呈现高速增长的态势,如图 4-9 所示。

由于市场规模扩大,汽车厂商为抢夺“新客户”,自然需要投放更多的广告,于是,媒体便削尖脑袋在汽车厂商的广告预算中分一杯羹。但是,随着互联网的逐渐渗透,媒体对汽车厂商的吸引力早已出现分化。虽然线下媒体依然占据了汽车厂商大部分的广告预算,但份额已经受到线上媒体的不断蚕食。2009 年,汽车厂商 89.4%的广告费用投放在线下媒体,线上媒体只占 10.6%;但到了 2012 年,线下媒体分得的广告预算已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

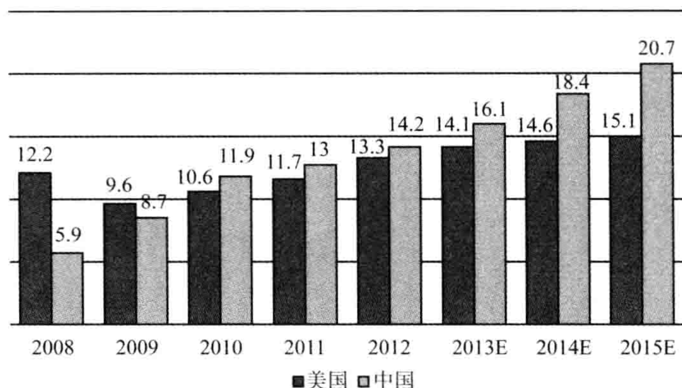


图 4－9　美国和中国乘用车销量(单位：百万)

下降到了 82.2%，线上媒体则上升至 17.8%。而同期，汽车厂商们投放的广告总额则从 2009 年的 223 亿元增加到 2012 年的 314 亿元。也就是说，一方面，汽车广告行业的蛋糕变大了，另一方面，汽车广告在细分行业的分配也发生了变化，而这些变化都有利于线上汽车媒体。汽车之家作为线上汽车媒体的领导者，自然获得了最多的好处。

正是由于汽车行业的快速发展，以及互联网广泛和深入的渗透，线上汽车媒体行业高速成长，获得了大量用户，这为提升其在行业中的竞争地位和议价能力奠定了坚实的基础。在 2009 年，线上广告支出还只有 23.64 亿元，到了 2012 年，即增长到了 55.89 亿元，蛋糕体积增加了 1.36 倍。其中，门户网站汽车频道增加了 1.12 倍，低于整个细分行业的增速，而汽车网站则增加了 1.92 倍。在汽车网站中，汽车之家的广告收入更是翻了好几倍，从 2009 年的 1.39 亿元，增长到 2012 年的 5.93 亿元，在汽车网站这个细分行业中，其市场份额也从 19.60%增长到 28.6%，如表 4－1所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4-1 中国汽车广告 2009—2012 年 （金额单位：亿元）

年份	2009	2010	2011	2012
总广告支出	223	262	291	314
线上广告份额	10.60%	13%	15.40%	17.80%
线上广告支出	23.64	34.06	44.81	55.89
其中：门户网站汽车频道	16.55	23.06	29.04	35.16
汽车网站	7.09	11.00	15.77	20.74
其中：汽车之家广告收入	1.39	2.35	3.8	5.93

可见，正是由于处于新兴行业，汽车之家这样的领导厂商更容易获得高速成长。我们可以将其成长划分成两块：行业平均增速和汽车之家本身——近些年，汽车网站广告虽依然保持着高速增长，但增速已经趋缓；而剔除了行业平均增速，汽车之家依然获得了正向的增长，并且增长还在扩大，如图 4-10 所示。即，在行业增速趋缓的情况下，蛋糕做大的难度在加大，行业的参与者开始一方面抢夺新的增量，另一方面也开始展开存量的重新分配，而属于领导者的厂商无疑处于有利地位。

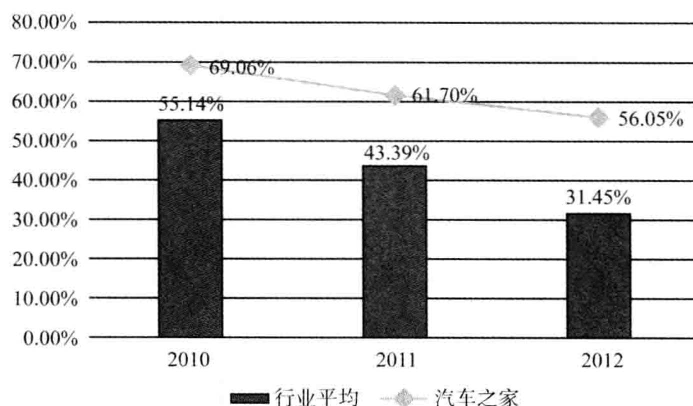


图 4-10 汽车网站行业增速和汽车之家增速

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业周期会对行业内的企业产生重要影响。在行业景气阶段，行业本身呈现出高速增长状态，企业获得新用户远比抢夺别人的用户容易、成本也更低；在行业已经成熟甚至是衰退时，行业增长已经停滞，企业要获得增长，就得付出更多的努力。我们可以说，当行业处于增长阶段时，企业面临的问题是，抢夺新用户，这体现为企业的成长能力；而当行业陷于停滞，企业就不得不面对其他同类企业的竞争，这体现为企业的市场份额。

行业结构

行业周期意味着“蛋糕”的面积会随着时间的变化而变化，而行业的结构特征则意味着“蛋糕”是如何划分的。前者是一种时间上的重要影响因素，后者则是一种空间方面的影响因素。

行业的结构特征包括两个方面：一方面是纵向的行业结构，即整个产业链中的价值分布。在有些行业中，上游企业可能掌控着整个行业的命脉，比如石油、煤炭等资源型的行业，由于原材料不可再生，同时也缺乏替代性产品，那么谁手上拥有石油，谁就拥有话语权。在 2013 年，有一家公司的故事特别引人注目，那就是特斯拉。在传统汽车行业，汽油价格的涨跌直接影响着汽车行业的兴衰，而特斯拉可能更多代表着一种象征意义，即打破了汽车对汽油的依赖。

但有些行业则体现出完全不同的特征：由于产品的可替代性高，上游企业缺乏话语权，往往受到下游渠道的挤压。一个明显的例子就是 3C 产品(电子产品)，在产品质量不相上下的情况下，消费者并不关心该产品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的品牌是联想还是华硕。这个时候，苏宁电器、国美电器这样直接面向消费者的大卖场就会依托规模效应，在产业中掌握主动权——这种主动权不但表现在卖场对上游企业收取各种费用，而且同时拖延支付货款的时间。当互联网兴起时，京东、天猫等平台又接替了线下大卖场的角色。但无论如何，渠道都掌握了更多的议价能力。

另一方面则是横向的行业结构，即在产业链的某个环节中，企业面临的竞争对手的多寡和质量。倘若市场越趋于垄断，企业拥有更多的定价权，在面向消费者时，拥有更多的议价能力；相反，市场竞争越充分，企业就越倾向于成为价格的接受者，无论市场如何定价，企业也只能被动接受，即使企业努力进行产品差异化，所能带来的溢价也很有限。

假定一个行业的价值是一块蛋糕，那么纵向的结构是在蛋糕上纵向分配，在上下游不同环节分配利润；横向的结构则是在纵向分配的基础上再进行分配，在不同的企业间分配利润。这种自上而下的分配机制往往起着主导作用。

汽车广告行业收入的主要来源是各大汽车厂商的广告预算，汽车厂商每年的广告预算按照不同的媒体价值进行分配，平面媒体、电视、广播和线上媒体共同瓜分汽车金主的“蛋糕”。其中，虽然线上媒体切到的“蛋糕”越来越大，但总体规模上还是远小于平面媒体、电视、广播等线下媒体；而在线上媒体中，门户网站的汽车频道又瓜分了最多的一块，汽车网站瓜分的“蛋糕”虽然逐年变大，但仍然小于门户网站汽车频道。这就是行业内部的“游戏规则”。在这样的规则之下，汽车之家占领了汽车网站这一细分行业的最大份额，但相对于整个汽车广告行业而言，其份额依然很小。

竞争规模和程度限制了企业盈利的最大可能，这种限制在毛利率、营

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业利润上会有最直观的反应。迈克尔·波特曾用一个经典的“五力模型”来描述行业内的竞争规模和程度，所谓“五力”，包括“进入壁垒”、“替代品威胁”、“买方议价能力”、“卖方议价能力”及“现存竞争者之间的竞争”，也就是一个企业所面临的全部外部竞争力量。五力模型是一个虽然不完美但普遍应用的模型，简单，效果也不错。当然，除此以外，还有很多的模型来刻画行业内的竞争。

我们可以看到，对于汽车之家这样的新兴线上媒体来说，由于其拥有巨量的高质量用户，因而拥有较高的议价能力，也获得了可观的毛利率。

其一，进入壁垒。互联网行业是一个具有典型先发优势的行业，虽然在行业管制、资本投入等方面的壁垒并不明显，但先行者一旦积累了用户，就往往在实质上建立起了软性的进入壁垒。一旦形成黏性，在内容类似的情况下，汽车之家的用户并不愿意转换阵地；同时，汽车之家论坛形成的网络效应也会进一步加强这种壁垒。

其二，替代品威胁。虽然移动端可能会来抢占一部分“蛋糕”，但汽车之家从 PC 端平移至移动端可能具有比别人更多的优势，包括更低的成本。因此，汽车之家受替代品威胁的程度较轻。

其三，买方议价能力和卖方议价能力。作为一个汽车行业的垂直媒体和用户平台，汽车之家掌握了大量的用户行为数据，而汽车垂直媒体的精准性显然要比线下媒体和门户网站垂直媒体更高，这增强了汽车垂直媒体对汽车厂商的吸引力，从而拥有了较强的议价能力。至于用户，则属于被补贴的一方，单个个体缺乏话语权。

最后，现存竞争者。在汽车垂直媒体领域，汽车之家无须面对强有力的竞争者，在日均访问数、页面访问数、用户停留时间等关键性的指标上，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汽车之家均大幅领先竞争对手。从目前来看,汽车之家面临的竞争并不激烈。

从上述分析可以看到,汽车之家在市场中处于有利地位,这种有利地位反映在财务业绩上。

由图 4 - 12 可见,汽车之家的营收从 2010 年的 2.53 亿元增长到 2012 年的 7.33 亿元,2013 年前三个季度即已达到 8.31 亿元;同样,其毛利也从 2010 年的 1.69 亿元增长到 2012 年的 5.54 亿元,2013 年前三个季度即已达到 6.66 亿元。一方面营收规模迅速扩大,另一方面毛利率从 2010 年的 66.83%不断提高到 2013 年的 80.20%,说明汽车之家在一个新兴行业中迅速抢占了市场份额,同时竞争优势还在进一步扩大。

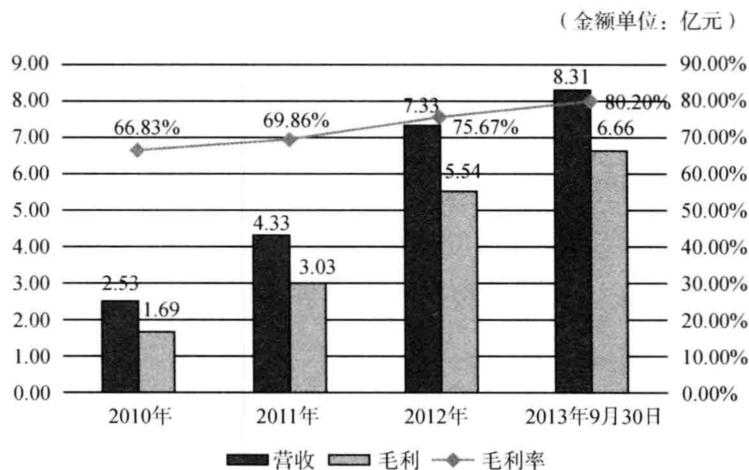


图 4 - 11　汽车之家营收、毛利及毛利率变化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业的“护城河”

我们前面提到，企业的“护城河”会体现在资产负债表和利润表中，如核心资产、成本优势等都是企业的竞争优势。事实上，一个靠谱的管理层也可以构成企业的“护城河”。我们想说的是，企业的“护城河”并非仅仅只有我们明白描述的那几样，只要是能构成企业持续性竞争优势的东西都是“护城河”。

对什么是“护城河”很多人有太多的疑惑：比如说，“护城河”要有多深？也就是“护城河”到底能创造多少价值？又比如说，“护城河”要有多宽？也就是被别人复制的难度有多高，优势能持续多久？

我们当然希望，企业拥有某种“护城河”，能给企业带来巨大的价值，同时还能让竞争对手难以复制，并且这种优势还能持续很久。显然，这不可能。于是，我们必须判断上述这两个问题。

“护城河”的深度

“护城河”必须给企业带来显著的价值，否则就不能成为“护城河”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，我们在判断“护城河”的候选项时，首先要面对的问题是：它价值几何？

企业拥有的资源要么以资产的形式存在，要么以衍生资产的形式存在。资产是符合会计定义的企业控制的能够准确计量其成本的资源，这些资产体现在企业的资产负债表上；衍生资产则是除资产以外的资源，其成本不能被准确计量，甚至其边界也无法确认，也就无法在会计上予以确认，无法体现在资产负债表中，所以说衍生资产或者就是表外资产。

企业的“护城河”，不管是核心资产，还是网络效应，都要以资产或衍生资产的形式存在。比如制药企业拥有的药品专利权，将以无形资产的形式体现在资产负债表上；比如苹果公司的产品，在它们被出售以后，就不再是苹果的资产，但由于网络效应的存在，被出售的苹果产品越多，对后续销售起到的作用就越大——这就是已出售资产对企业的衍生价值。

对于资产，也就是资产负债表上确认的资产，我们能通过历史成本确认其价值。虽然这种方法并不是非常准确，但我们更关心它的比较价值——与竞争对手相比，这项资产的价值如何；与企业的其他资产相比，这项资产的价值如何。有一个笑话是这样的：两个猎人在森林里遇到一只狗熊，于是两个人都一路狂奔，其中一个猎人看着跑在后面的猎人，笑得很得意，后面的猎人觉得很奇怪，前面的猎人答道“因为我只要跑得比你快就行了”。这是笑话，但却隐藏了一个很深刻的逻辑：我们不必苛求资产的绝对价值——比如一项资产的内涵价值到底是多少，我们无法计算，即使计算出来，其边际成本也将超过我们的承受范围——但我们只要知道它比别的资产值钱即可。

由此推广，也许一家企业的某种指标并不能概括一切，但我们至少知

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道，假定其他因素不变，不同企业在该指标上的差异。这就是我们进行分析的价值。

资产还可以计算其相对价值，衍生资产则显得更加缥缈：其一，衍生资产的价值确实存在，Facebook、腾讯这样的互联网企业就体现出了巨大的衍生资产价值；其二，衍生资产的价值更难计算，我们或许可以通过用上市公司市值减去其资产价值的方式来计算，但这种模糊的计算实际上可有可无；最后，衍生资产具有非常大的价值弹性。新浪微博在 2013 年年初形势一片大好，用户活跃且数量巨大，虽然实际收入很少，但其估值达到 100 亿美元；随后，形势出现逆转，用户活跃度大幅下降，于是其估值急剧下跌至 2013 年年底的 30 亿美元。我们甚至可以说，30 亿美元都不是新浪微博估值下跌的终点。

优秀的产品固然重要，优秀的管理层也同样重要，所以我们还要讨论一下管理层的“价格”。我们可以对比一下苹果和诺基亚——这是一个苹果崛起的时代，也是诺基亚衰落的时代——当苹果的 iPhone 手机成为公司年会礼品和“街机”的时候，诺基亚在高端市场早已溃不成军。是乔布斯，以其天才般的偏执帮助苹果公司起死回生，并最终击败诺基亚成为新的手机巨头，也同时成为世界上最赚钱的公司之一。所以说，优秀的管理层足以构成一家企业的“护城河”，特别是当管理层还是企业的创始人或者与企业创始人有特别关系的时候——如果没有这样一层特殊的关系，企业或许会推出股权激励这样的“金手铐”，试图将管理层绑定在自己这条船上。

我们可以看到，核心资产、网络效应、成本优势，又或者优秀的管理层，都足以构成企业的竞争优势。如果苹果公司当初赶跑了乔布斯，并且

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不让他回来，那么苹果的业绩也就不会如此耀眼，投资苹果的人也不会赚得盆满钵满；如果没有网络效应，在网易、中国移动、中国电信、阿里巴巴、新浪等诸多大佬的轮番冲击下，腾讯恐怕早已失去了前进的动力，其市值也不会在 2014 年年初冲破万亿港币……这些竞争因素要么构成了进入壁垒，要么降低了替代品的威胁，要么提高了自身的议价能力，要么直接打击了现存的竞争者，抑或兼而有之，为拥有者贡献了显著的竞争优势。

“护城河”的宽度

拥有显著的价值才能构成“护城河”，但如果这种价值转眼即逝，那么也就不值得谈论了。因此，企业的“护城河”必须具备一个条件：难以被复制。

2014 年是腾讯创立 15 周年的日子。在这 15 年中，腾讯也曾面对诸多的挑战者，但是“风流总被雨打风吹去”，大部分挑战者已成历史，腾讯独自笑傲江湖。1999 年，QQ 刚刚推出的时候，顶着先行者 OICQ 带来的强大压力，QQ 凭借着本土化的界面、离线发送、远程资料存储等功能吸引了用户，“青出于蓝而胜于蓝”。2003 年，MSN 进入中国，背靠微软这个大金主，其时已经有近 3 亿用户，进入中国之后，又凭借自身“高大上”的商务光环，迅速吸引了一批“崇洋媚外”的用户。对此，QQ 再次祭出新招，通过 UDP 方式(即用户数据包协议，在网络中被用于处理数据包，是一种无连接的协议)传送文件、文件断点续传、文件直接拖放窗口、共享文件夹、屏幕截图、好友分组、聊天记录备份、短信互通、视频会议、网络硬盘等一系列功能，以土包子的身份完成了对海龟的逆袭……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们可以发现QQ迅速壮大和抵御挑战者的两个秘密。

其一,接地气的微创新。也许很多人认为QQ是山寨之王,但是别忘了,从博弈论的角度上说,“山寨”才是最稳妥的策略。在QQ以OICQ挑战者的身份进入市场的时候,QQ通过模仿OICQ的主要功能,以很低的成本让自己站在了“巨人的肩膀”之上。等QQ成为市场霸主的时候,开发新产品显然要面临着巨大的不确定性,站在腾讯的角度,以“山寨”为基础,进可攻退可守——用户不接受新产品也没有关系,因为腾讯并没有投入巨额资金,没有遭受太多损失;而当市场先行者已经培育好市场的时候,腾讯则可以凭借着自身的诸多优势,通过收购等措施快速杀入市场,轻松攫取新的市场。比如微信,在米聊等软件已经培育起新的市场时,腾讯快速切入,后来居上。当然,腾讯的“山寨”并不是直接照搬的意思,腾讯也有许多接地气的小创新。

其二,巨大的用户规模产生网络效应。QQ是一个即时通信软件,更是一个关系和社交管理软件。这种关系不仅是熟人关系,也是陌生人关系。当用户周围的人都通过QQ联系对方时,用户与周围的人之间就形成了错综复杂的关系圈,用的人越多,关系圈的强度就越大,用户撕碎关系圈的难度越大,别的软件抢夺用户的难度也就越大。

巨大的用户规模和接地气的微创新为QQ打造了宽广的“护城河”,微创新吸引了用户,用户规模又推动了微创新,这种关系难以被复制,并且能自我增强,帮助腾讯“遇佛杀佛”。通过低成本大量导入QQ用户,腾讯推出的游戏收获了不菲的业绩,“QQ游戏”最高同时在线账户数(仅包括小型休闲游戏)为680万,2010年第四季度,腾讯游戏的收入就达到27.86亿元,成为国内的网游老大。根据国外调查机构Super Data(超级

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数据)的调查,2013 年全球网络游戏收入排在前 10 名的网络游戏中,腾讯运营的游戏包揽了前三：穿越火线 2013 年总营收为 9.57 亿美元,英雄联盟 2013 年全球总营收为 6.24 亿美元,地下城与勇士 2013 年总营收为 4.26 亿美元。

“护城河”的效用

深邃而宽广的“护城河”能有力地提高企业的营业收入,增强企业盈利能力。

以腾讯为例,“护城河”奠定了腾讯在行业中拥有竞争优势的基础,使腾讯迅速成长为中国互联网的巨无霸。无论是对上下游的议价能力,还是防御甚至是打击外部的竞争对手,“小企鹅”都能游刃有余。2001 年,腾讯的营业收入还不到 5000 万元,但在 12 年后,已经增长到 438.94 亿元,增长了近 900 倍,年复合增长率高达 76.18%,这绝对是一个令人震惊的增长率。倘若进行横向对比,则更能凸显小企鹅的庞大身躯：2012 年,百度营收为 223 亿元、搜狐营收为 66.27 亿元、新浪营收 32.56 亿元、网易营收为 84 亿元,这 4 家互联网公司去年的收入总和约为 406 亿元,仅为腾讯的 92.5%。曾经的门户网站辉煌无比,号称中国 Google 的百度也牛气冲天,但考虑到实际的营收,它们都得在“小企鹅”面前“俯首称臣”。

“护城河”一方面体现为营业收入的快速增长(见图 4-12),另一方面也体现在毛利率和盈利能力上。一般来说,大部分公司的产品都会经历完整的生命周期,从成长步入成熟,最后进入衰退。在成长阶段的后期,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

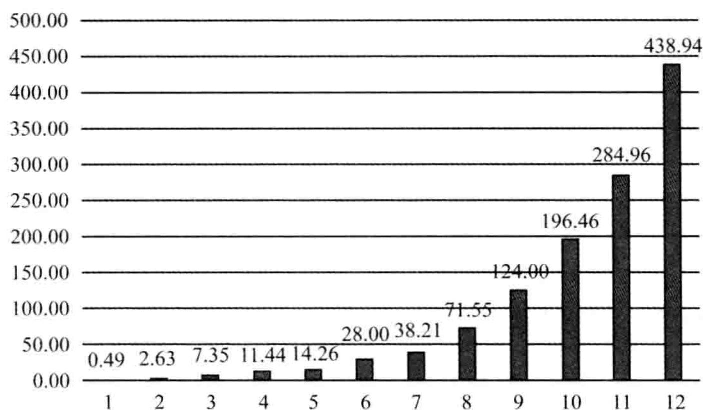


图 4-12 腾讯公司 2001 年—2012 年营业收入(单位：亿元)

由于竞争者的加入,价格战不可避免,毛利率自然也会降低,从而反映出行业的竞争态势。但腾讯的毛利率从 2001 年的 65%到 2012 年的 59%,中间略有起伏,但一直保持着高毛利率的水平,如图 4-13 所示。这一方面说明腾讯的产品本身具有很高的边际价值——价格远超过其成本;另一方面也说明,腾讯面临的竞争并不激烈。

每股盈余是综合性最强的盈利指标。很多公司都崇尚不断扩大规模,不断进行投资或者收购,但很多时候,由于股本的扩大并未带来更多或者同等的盈利,每股盈余反而降低,这实际上是在毁灭股东的财富。所以很多时候,上市公司宣布收购,看起来是一个很大的利好消息,但实际情况却并非如此。用张爱玲的话说,“那只是一袭外表华丽的袍子,里面却爬满了蚤子”。2001 年,早期的腾讯还处于大规模投入的成长阶段,但已经体现出盈利能力,随着用户规模的成长和逐步稳定,巨量用户规模货币化的优势开始体现。2012 年,腾讯的每股盈余高达 6.83 元,重要的是,除了 2005 年略有下滑以外,其每股盈余在过去的 12 年里一直保持着

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高速增长，如图 4－13 所示。12 年间，每股盈余增长了 680 多倍，这才是真正的股东财富。2004 年 6 月，腾讯在香港联交所上市，每股股价 3.70 港元，获得了超过 158 倍的超额认购，这说明投资者对其业务的认可。到 2014 年 2 月，腾讯的股价已经达到 548.5 港元，假如在 2004 年 6 月投入，到 2014 年 2 月，资本增值已超过 148 倍，如图 4－14 所示。

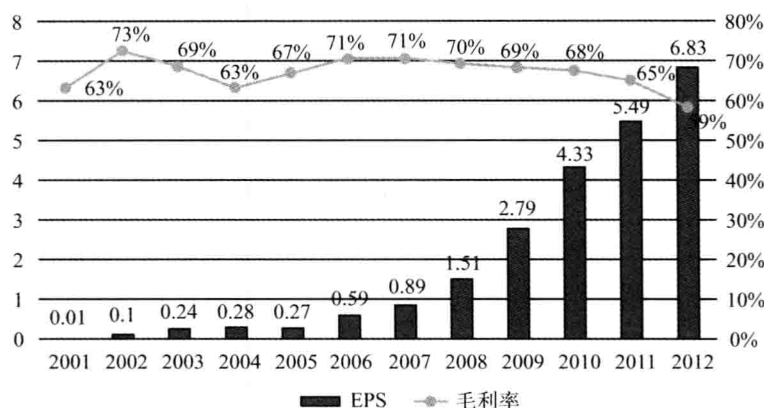


图 4－13 腾讯每股盈余及毛利率变化

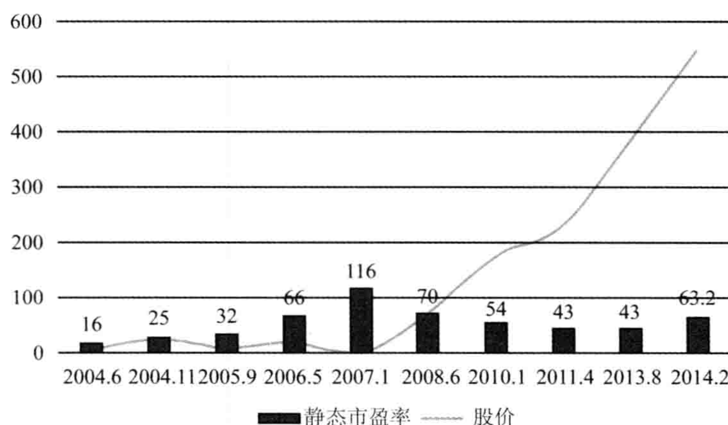


图 4－14 腾讯历史上的股价高点及静态市盈率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附：

腾讯是一种生活方式

1999 年 2 月，腾讯推出 QQ 的时候，远不会想到今日的辉煌。2011 年，随着微信的问世，腾讯再次被寄予了无限的想象空间，似乎又一个庞然大物将从这只巨大的企鹅中诞生。腾讯的股价也因此坐上了火箭，2014 年最高飙升至每股 646 港元。腾讯的市值也突破 1 万亿港元大关，一时风头无俩，成为国内互联网行业的老大，如图 4－15 所示。

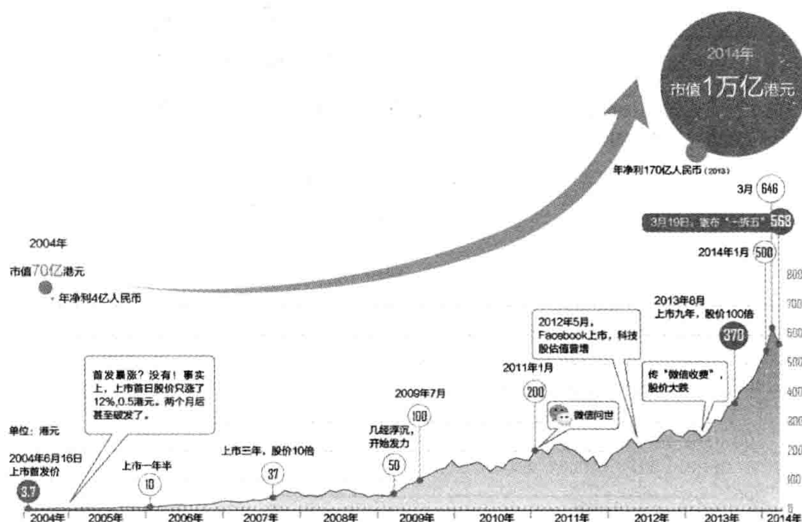


图 4－15　腾讯 2004 年—2014 年股价图（数据来源：财经）

看看腾讯 2014 年以来发起的一系列收购案，就知道它财大气粗。2014 年 1 月，腾讯以 15 亿港元入股华南城，占股 9.9%，并认购了一项增值权利，即可在上述交易完成后的两年内，以每股 3.5 亿元增值华南城新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股，最终可增持至占股13%；2014年2月，腾讯认购大众点评20%股份，投资金额达4亿美元；2014年3月，腾讯以旗下易讯9.9%股权、现金2.15亿美元等资产作价，认购京东15%股权……

腾讯的商业模式

10余年间，腾讯是如何从一家深圳的IT作坊，成为互联网业界财大气粗的大亨？先来看看腾讯的商业模式。

腾讯是靠“山寨”起家的，这个不容否认。QQ是最早的山寨产品，被山寨的是国外的应用ICQ。以QQ起家之后，腾讯似乎见什么山寨什么，并且凭借庞大的人海，腾讯甚至能迅速超越产品的原创，以至于业内人士送其“山寨之王”的称号，以示愤怒和无奈。从表4-2中可以看到，腾讯的诸多应用确实是在他人推出类似的应用之后才跟进的，这似乎坐实了腾讯“山寨之王”的名头。

表 4-2 腾讯的“山寨”应用

序号	腾讯应用	被“山寨”的应用
1	QQ	ICQ
2	微信	米聊
3	腾讯 TM	MSN(微软)
4	QQ 游戏大厅	联众
5	QQ 对战平台	浩方对战平台
6	QQ 团队语音	UCTalk
7	QQ 堂	泡泡堂(盛大)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

序号	腾讯应用	被“山寨”的应用
8	QQ 三国	冒险岛(盛大)
9	QQ 飞车	跑跑卡丁车(世纪天成)
10	腾讯拍拍	淘宝网
11	腾讯搜搜	谷歌、百度搜索等
12	财付通	支付宝
13	腾讯 TT	IE
14	QQ 邮箱	Gmail、网易邮箱等
15	QQ 直播	PPLive 等
16	QQ 医生	360 安全卫士,卡巴斯基,金山毒霸
17	QQ 软件管理	360 软件管家
18	QQ 旋风	快车、迅雷
19	QQ 拼音输入法	搜狗输入法
20	QQ 手机浏览器	UCweb
21	搜搜问问	百度知道
22	搜搜百科	百度百科
23	搜吧	百度贴吧
24	QQ 音乐	千千静听
25	QQ 影音	暴风影音
26	soso 音乐盒	百度 MP3/酷狗/酷我/yobo 等
27	QQ 播客	土豆、优酷等
28	QQ 交友中心	亚洲交友中心
29	QQ 炫舞	劲舞团(久游)
30	腾讯滔滔、微博	Twitter、新浪微博
31	QQ 团购	Groupon 等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

序号	腾讯应用	被“山寨”的应用
32	寻仙	诛仙
33	战地之王	使命召唤4：现代战争
34	洛克王国	口袋妖怪(神奇宝贝)
35	3366小游戏平台	4399小游戏平台
36	QQ农场	开心农场等
37	QQ空间	51空间、新浪博客
38	QQ相册	网易相册
39	QQ校友	人人网
40	QQ餐厅	开心餐厅、幸福厨房
41	QQ幻想、QQ自由幻想	数码精灵
42	QQ浏览器	傲游、搜狗以及众多浏览器
43	QQ牧场	开心牧场、阳光牧场
44	QQ宝贝	开心宝贝
45	Q宠大乐斗	功夫英雄
46	寻仙	植物大战僵尸
47	QQ英雄杀	三国杀

但是，如果腾讯不“山寨”，也许没有办法成就今天的企鹅帝国。山寨，也是一种战略。

著名经济学家阿维纳什·迪克西特在其《策略思维》一书中讲述了这样一个故事。

1983年美洲杯帆船赛决赛前4轮结束之后，丹尼斯·康纳的“自由号”在这项共有7轮比赛的重要赛事当中暂时以3胜1负的成绩排在首位。那天早上，第五轮比赛即将开始，整箱整箱的香槟被送到“自由号”的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

甲板。而在他们的观礼船上，船员们的妻子全都穿着美国国旗红、白、蓝三色的背心和短裤，迫不及待要在她们的丈夫夺取美国人失落 132 年之久的奖杯之后参加合影。

比赛一开始，由于“澳大利亚二号”抢在发令枪响之前起步，不得不退回到起点线后再次起步，这使“自由号”获得了 37 秒的优势。澳大利亚队的船长约翰·伯特兰打算转到赛道左边，满心希望风向发生变化，可以帮助他们赶上去。丹尼斯·康纳则决定将“自由号”留在赛道右边。这一回，伯特兰大胆押宝押对了，因为风向果然按照澳大利亚人的心愿偏转了 5 度，“澳大利亚二号”以 1 分 47 秒的巨大优势赢得这轮比赛。人们纷纷批评康纳，说他策略失败，没能跟随澳大利亚队调整航向。再赛两轮之后，“澳大利亚二号”赢得了决赛桂冠。

帆船比赛是“跟随领头羊”策略的很有意思的反例，成绩领先的帆船，通常都会照搬尾随船只的策略。一旦遇到尾随的船只改变航向，那么成绩领先的船只也会照做不误。实际上，即便尾随的船只采用一种非常低劣的策略，成绩领先的船只也会照样模仿。为什么？因为参加帆船比赛与在舞厅里跳舞不同，在这里，成绩接近是没有用的，只有最后胜出才有意义。假如你成绩领先了，那么，维持领先地位的最可靠的办法就是看见别人怎么做，你就跟着怎么做。

是不是从这个故事里看出了腾讯的影子？领先者追随挑战者的策略，挑战者往哪，领先者就往哪：要么一旦看出挑战者的策略，就立即跟随；要么则是等挑战者培育了市场，领先者再来收获果实。这正是腾讯的策略。

从博弈的角度来说，腾讯的“山寨之王”策略一方面帮助其迅速卡位，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使其不至于丢失重要的细分市场；另一方面，由于其具有体量上的巨大优势，可以等待别人培育市场，最后既规避了先行者的风险，又收获了最后的市场。微信就是这种策略的教科书式的案例。米聊培育了"永远在线"的即时通信模式，腾讯在此基础上进行了微创新，以更加良好的用户体验和更加强大的功能，再通过巨大的 QQ 导流用户，成功地后发先至，获取了更多的市场份额。

的确如此，QQ 是腾讯的核心，腾讯通过 QQ 为自己的其他产品导入了大量客户。

经过 10 年的耕耘，QQ 的月活跃用户数在 2013 年 12 月已经高达 8.08 亿，最高同时在线人数也高达 1.8 亿，到 2014 年 3 月更是突破了 2 亿，真可谓"凡有上网处，皆有 QQ"，如图 4 - 16 所示。

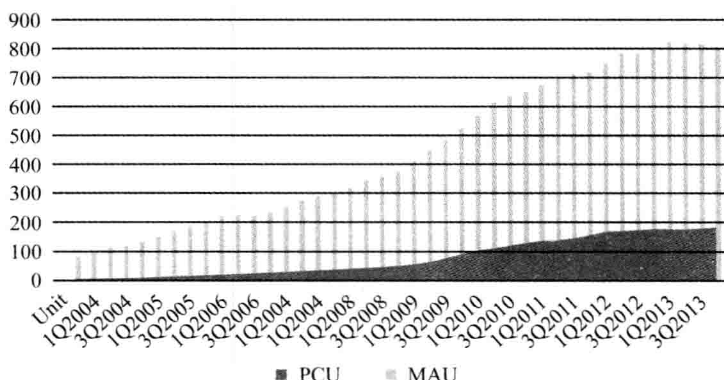


图 4 - 16　腾讯 QQ 月均活跃用户数（MAU）及最高同时在线数（PCU）

2012 年第四季度，腾讯 QQ 的每天在线时间已经高达 27.99 亿小时，如图 4 - 17 所示。假设当季的月均活跃用户数 7.98 亿人每天都登录，那么平均下来，每个用户每天的使用时间也达到 3.5 小时，这样的用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

户黏性足以让任何企业向往。

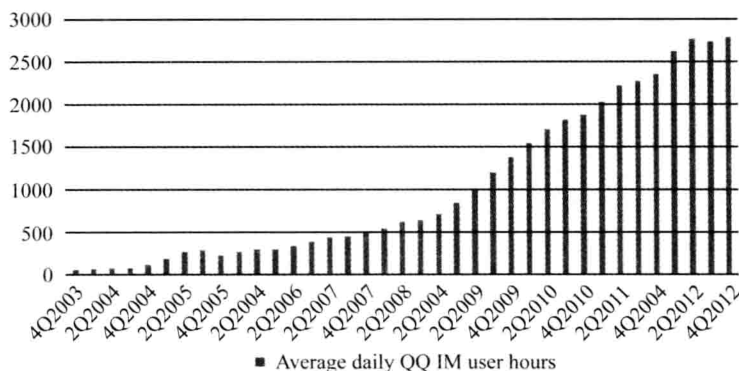


图 4-17 腾讯 QQ 每天在线时间(百万小时)

这样巨大的用户规模,一方面给了腾讯令人垂涎的想象空间,另一方面,由于人的社交及懒惰等属性,QQ 打败了前赴后继的挑战者,自我强化了自身的“护城河”。我们以前经常调侃那些初来中国投资的外国投资者,“中国人口 13 亿,每个人买一瓶可口可乐,都能卖出 13 亿瓶”,而今,这种调侃却在腾讯身上变成了现实。

2011 年 1 月,为了应对米聊的挑战,腾讯推出了微信。依靠 QQ 用户的导流,微信用户数量获得快速增长。2012 年第一季度,微信用户数还只有 5900 万,两年之后,微信用户数已经达到 3.55 亿,将竞争对手米聊远远抛在背后。在 IM(即时通信)市场,老二永远没有出头之日。据江湖传言,米聊的主人——雷军已经无意于此,将米聊出售给第三方。这个号称“中国乔布斯”的男人起了个大早,却不得不替腾讯做了嫁衣。

“乔布斯”输了,马云又来了。2013 年 10 月,马云在微信朋友圈称自己与微信缘分已尽,三天后将使用自家的即时通信工具“来往”。随后,马云在阿里内网上强势要求全员参与来往的推广,并以年底红包作诱饵,恩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

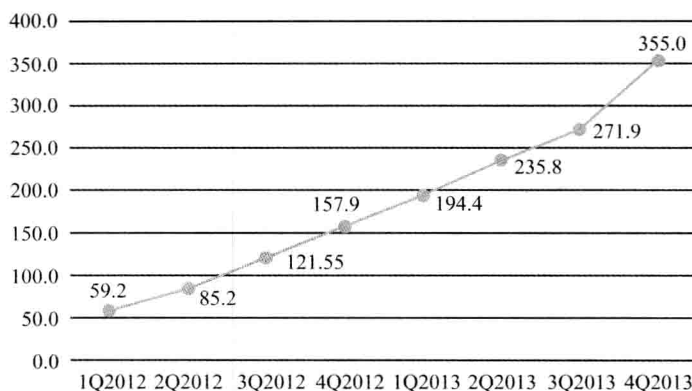


图 4－18　微信月均活跃用户数(MAU,百万)

威并施地要求阿里员工在 11 月每人至少拉 100 个来往用户。这种全员营销的猛药,短期的冲刺作用确实很明显,在“来往”满月的时候,马云宣布用户数量突破 1000 万,但是然后……就没有然后了。

无论是在 PC 时代还是移动时代,腾讯通过 QQ 或者微信聚拢了大量人气,这种人气不仅体现在数量上,也体现在黏性上,不管是开心网、人人网这种过把瘾就死的社交网站,还是微博、陌陌这样的社交应用,都无法望其项背。人海,成了腾讯无与伦比的“护城河”。

海量的用户到手之后,腾讯的策略“简单粗暴”,就是以 QQ 和微信为核心,满足用户 7×24 小时的需要。

早上起来,打开 QQ 浏览器,看看新闻;到了 9 点上班时间,登录 QQ、QQ 邮箱和 QQ 浏览器,开展工作、收发邮件、查找资料;午间休息时,可以在腾讯拍拍上购物,在 QQ 空间和微博吐槽一下中午的饭菜;下午上班继续处理工作,工作时可以顺便听听音乐、看看股市行情;好不容易熬到下班,当然要看看电影电视剧、打打游戏娱乐一下,这就离不开腾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

讯视频和 QQ 游戏；等到入睡前，还需要电脑管家、手机管家管理电脑和手机……这就是腾讯以用户为核心“一站式”服务的野心(见图 4－19)。

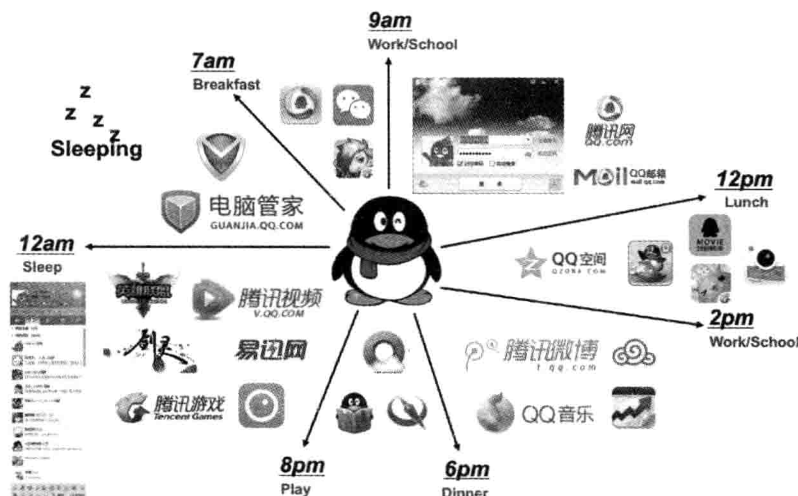


图 4－19　腾讯真正的业务支柱

那么，下一个问题也就来了：腾讯的竞争优势如何变现，也就是如何货币化？

腾讯的收入，第一块来源于电子商务，也就是易讯和拍拍。一方面自己进货卖给消费者，扮演终端零售的角色；另一方面，除了自营之外，还引入第三方，自己只是坐着收费，这是做平台。2013 年，这一块贡献了 16％的营收。

第二块则是广告，包括品牌展示广告和搜索广告。这一块所做的贡献较少，只占到 2013 年腾讯营业收入的 8％，这一块收入的基础在于流量。

第三块，也是最强的一块，即增值服务，贡献了腾讯 2013 年营收的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

75%。这一块又来源于两部分：一部分是营业收入占年度总营收 22%的社交网络，具体包括社交网络中的 QQ 会员（10 月/月）、高级会员（20 元/月）、QQ 空间会员（10 元/月）、腾讯微博会员（10 元/月）、QQ 秀（10 元/月）、QQ 音乐（10 元/月）、QQ 邮箱（免费）、移动端增值服务（5～15 元/月）以及道具等的销售；另一部分则是游戏，它贡献了全部营收的 53%，具体包括网络游戏中的游戏平台会员（10～15 元/月）、ACGs 会员（日系游戏，10—30 元/月）、MMOGs 会员（大型多人在线游戏，20 元/月）、移动端会员（10 元/月）以及道具等的销售（见图 4-20）。

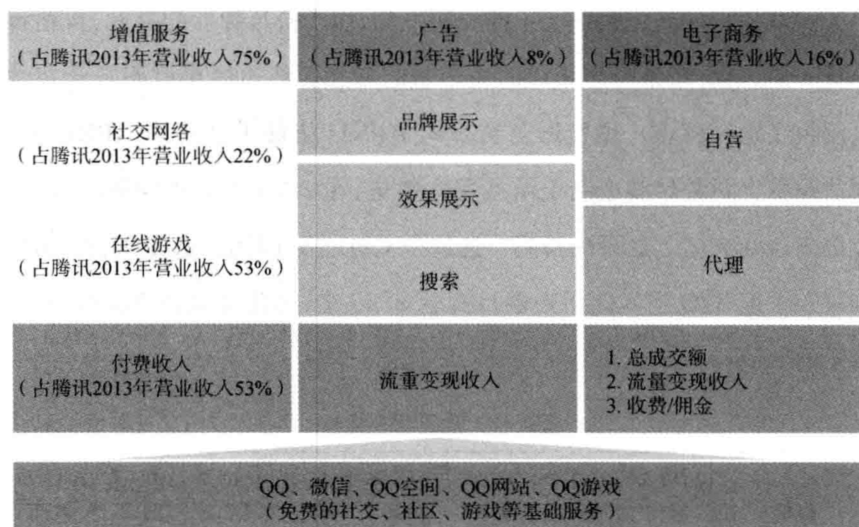


图 4-20 腾讯的商业模式

显然，社交网络和在线游戏是腾讯营收的支柱，但只知道这一点还远远不够。这两大支柱背后，是腾讯的社交平台——2011 年之前是 QQ，2011 年之后又多了个微信。将 QQ 用户转化为游戏用户、QQ 会员等增值服务的消费者和广告主，是腾讯货币化的三大方向。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2012 年至 2013 年，通过 QQ 的导流，QQ 游戏平台的平均同时在线用户稳定在 420 万人左右，远高于市场份额排名第二的网易游戏的 250 万人；最高同时在线玩家人数则稳定在 850 万人左右，ACG 和 MMOG 的 APRU 值则不断提升，从 2012 年第一季度的 50～95、90～130 提升至 80～190、140～300 元。

从 QQ 用户到游戏用户的转换率虽然不高，但由于基数庞大，由 QQ 导流而来的游戏用户依然数目庞大，以至于业内人士哀叹：按照现在这种模式，是无论如何也追不上了，不是“我军”无能，而是腾讯太强大。

游戏用户的转化也许还不能说明一切，由于价格弹性的存在，价格每降低一点，就会带来与之相应的用户量的增加。腾讯的增值服务会员数量反映了这一特点。增值服务会员的 APRU 值低于游戏的 APRU 值，增值服务会员数量就远高于游戏用户数量，在 2013 年的第四季度，这一数量高达 0.9 亿。如果免费呢？这就是 QQ 空间的用户数量了，在 2013 年第四季度，QQ 空间的用户数量高达 6.25 亿，转化率高达 77.35%，如表 4－3 所示。

表 4－3　腾讯用户指标　　（单位：百万）

指标	2012 年第一季度	2012 年第二度	2012 年第三季度	2012 年第四季度	2013 年第一季度	2013 年第二季度	2013 年第三季度	2013 年第四季度
QQ 月均活跃用户	751.9	783.6	783.9	798.2	825.4	818.5	815.6	808.0
QQ 空间月均活跃用户	576.7	597.6	592.8	602.7	611.0	626.4	623.3	625.2
Pengyou 月均活跃用户	214.5	247.7	258.9	247.3	—	—	—	—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

指标	2012 年第一季度	2012 年第二度	2012 年第三季度	2012 年第四季度	2013 年第一季度	2013 年第二季度	2013 年第三季度	2013 年第四季度
QQ 游戏平台季度平均同时在线用户	4.3	4.3	4.2	4.1	4.1	4.1	3.9	4.2
QQ 游戏平台季度最高同时在线用户	8.8	8.8	9.4	8.8	9.2	8.4	8.2	8.5
ACGACU	0	3.8	4.5	4.4	5.3	5.9	6.6	6
ACGPCU	0	12.2	14.6	13.2	16.1	17.1	18.3	17.1
ACGARPU（单位：元）	50～95	55～100	55～115	60～125	65～130	65～155	75～175	80～190
MMOGACU		1.8	2.1	2.1	2.3	2.2	2.1	2.5
MMOGPCU		5.2	4.8	4	4.4	6	4.5	5.6
MMOGARPU（单位：元）	90～130	100～140	100～160	120～175	145～220	185～240	185～275	140～300
互联网增值服务会员	81.8	74.7	73.8	70.9	—	—	—	
移动端增值服务会员	34.5	34.6	33.7	33.6	—	—	—	
增值服务会员	116.3	109.3	107.5	104.5	104.6	98.7	89.0	88.7

因此，真正的规律是：腾讯 QQ 用户向其他应用的转化存在一个基本规律，其他应用的费用越高，转化率越低，反之亦然；但是，由于 QQ 用户本身基数庞大，即使是很低的转化率，也足以带来足够规模的营收。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财务分析

从 2001 至 2013 年，腾讯的营收从 4900 万元增至 604.37 亿元，扩张了 1231.5 倍，年复合增长率达 72.87%。其中 2013 年的营收为 604.37 亿元，同比增长 38%，虽然增速在放缓，但考虑到其基数十分庞大，这一增速已经相当可观，如图 4－21 所示。按业务板块划分，腾讯 2013 年的增值服务收入为 130.19 亿元，同比增长 9%；网络游戏收入 319.66 亿元，同比增长 34%；网络广告收入 50.34 亿元，同比增长 49%；电子商务交易收入 97.96 亿元，同比增长 121%；其他收入 6.22 亿元，同比增长 70%。

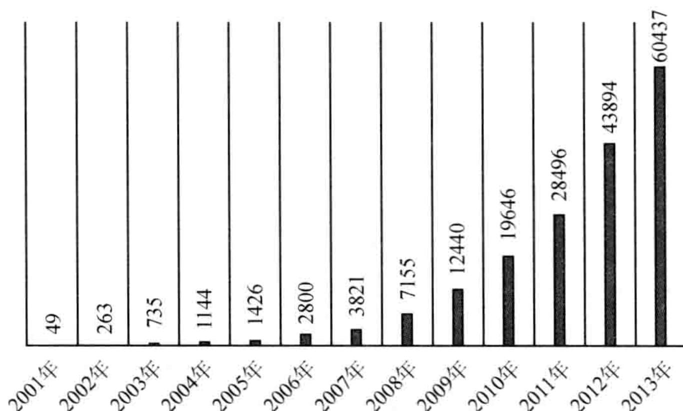


图 4－21　腾讯 2001—2013 年营收（单位：百万元）

一方面，腾讯增值服务收入的增速已经放缓，这是由于 QQ 用户数量以及会员增值服务销售均已进入平台期，难以再出现高速成长；另一方面，网络游戏收入依然保持快速增长的态势，在网络游戏行业，以营收计算，腾讯占据了 47%的市场份额，是当之无愧的老大，如图 4－22 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

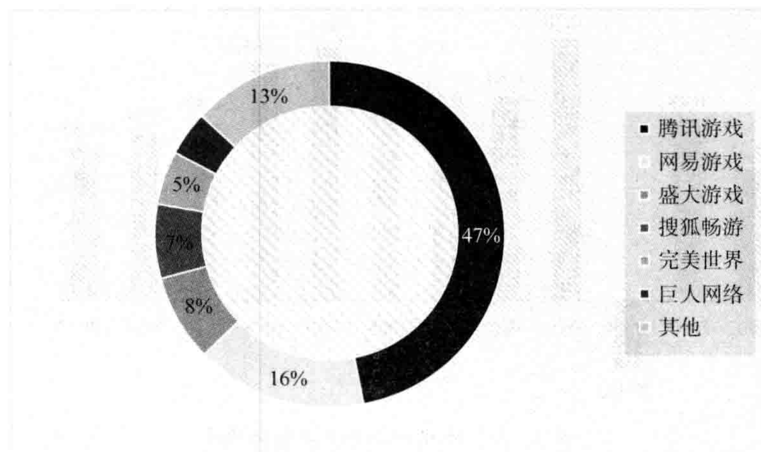


图 4－22　中国客户端网游厂商竞争格局(数据来源：易观国际)

游戏收入贡献了腾讯总收入的 52.89%，几乎可以说腾讯是一个不折不扣的游戏运营商。这与它的商业模式息息相关，显然，为了营造良好的用户体验，腾讯在 QQ 平台上投放的广告和频率必然是有限的，腾讯要想获得更多的收入，就必须在将用户留在 QQ 的基础上，将其导流至游戏或者其他增值服务。

腾讯的营收在高速扩张的同时，含金量并未出现明显下降。从 2002 年到 2013 年，除个别年份外，其经营现金流比率一直保持在 0.4 以上(见图 4－23)，2013 年的应收账款周转天数为 18 天，这些数据体现了腾讯营收的含金量：无论是增值业务还是网络游戏，又或者是网络广告或者电子商务，腾讯没有通过激进的政策去促进营收的增长，腾讯营收的增长是其业务本身增长的结果。

另一方面，在保持较高营收质量的同时，腾讯的毛利率虽然逐年下滑，但依然保持高位。2002 年，腾讯的营收是 2.63 亿元，其毛利率是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

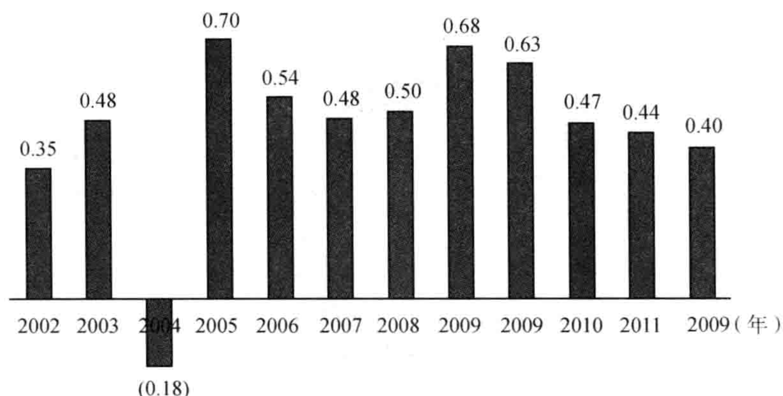


图 4－23　腾讯经营业务现金流比率

72.76%；2013 年，腾讯的营收增长至 604.37 亿元，业务范围逐渐多元化，但其毛利率依然高达 54.04%（见图 4－24）。这一态势充分说明了腾讯在行业内的竞争优势。

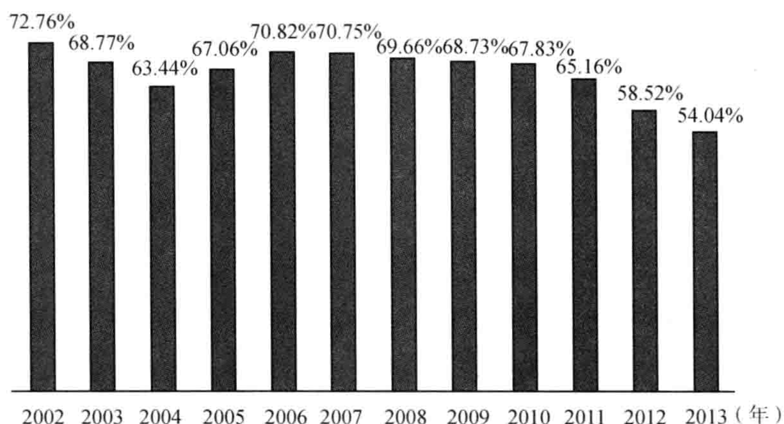


图 4－24　腾讯的毛利率

我们将腾讯 2008 年至 2013 年的关键财务指标罗列在表 4－4 中，通过这些数据，我们可以发现，腾讯的偿债能力、成长能力、营运能力还是盈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利能力都非常优秀。

表 4-4 腾讯 2008—2013 年财务指标 (单位：百万元)

指标	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
营收	12440	19646	28496	43894	60437
税后盈利	5221	8115	10224	12784	15563
每股盈余	279	433	549	683	830
非流动资产	4349	10456	21301	38747	53549
流动资产	13157	25374	35503	36509	53686
流动负债	4563	13022	21183	20665	33267
非流动负债	644	967	6533	12443	15505
总资产	17506	35830	56804	75256	107235
总负债	5327	14073	28341	33958	49290
净资产	12179	21757	28464	41298	57945
现金及银行存款	6043	10408	12612	13383	20228

在资产结构上，腾讯体现出轻资产的特点。2006 年，腾讯流动资产的比例一度超过 80%；到 2013 年，由于易讯等电子商务业务需要大量的库存，以便实现及时送货，但腾讯流动资产的比例仍然超过 50%。

在偿债能力上，虽然资产负债率逐年上升，但最高的 2013 年也不过是 45.96%。况且腾讯当期的现金及银行存款对流动负债的覆盖率都已经达到 60.81%（不考虑其巨额定期存款及受限现金），当期经营现金流对流动负债的覆盖率是 73.26%，流动资产对流动负债的覆盖率是 161.38%，当期利息支出亦不到 7000 万元，基本没有什么债务风险。

在成长性方面，由于公司体量巨大，部分业务已进入平台期，增速不可避免地放缓，但腾讯在 2013 年依然实现了 38%的总体营收增长，这足

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以说明 QQ 平台的辐射能力。

在营运能力上，腾讯的应收账款周转率一直在提高——从 2006 年的 7.01 次提高到 2013 年的 20.45 次。这充分说明，腾讯营收的质量很高，应收账款回款很快，如图 4－25 所示。但腾讯流动资产周转率相比应收账款周转率低，其原因包括以下几点：其一，2012 年以后，由于进入了电子商务领域，腾讯的存货规模有所扩大，这一业务使其周转率较专营网络游戏、网络广告和增值服务期间确有降低；其二，巨额的定期存款和受限现金，这一部分几乎处于停滞状态，未能进入流转。

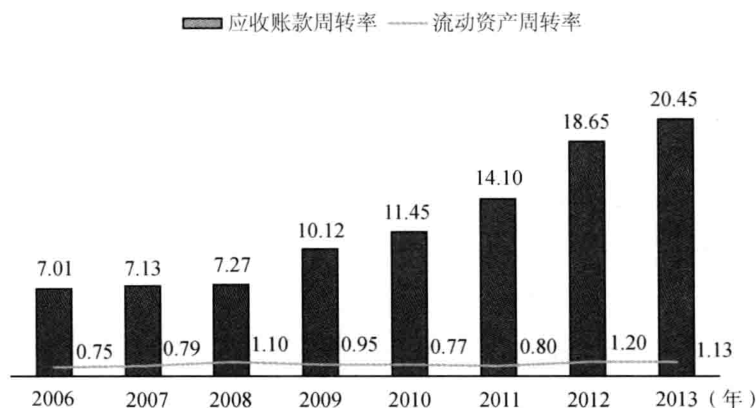


图 4－25　腾讯 2006 年—2013 年应收账款周转率和流动资产周转率

在盈利能力上，由于竞争优势的广泛存在和宽广的“护城河”，2006 年，腾讯的净资产收益率达到了 28.61％以上，甚至一度提升至 42.88％，随后逐渐滑落至 2013 年的 26.86％，如图 4－26 所示。

总资产收益率的变化趋势亦与净资产收益率的变化趋势一致。我们把净资产收益率最高的 2009 年和最低的 2013 年进行比对，就会发现，2009 年的总资产收益率为 29.83％，超过 2013 年总资产收益率的两倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

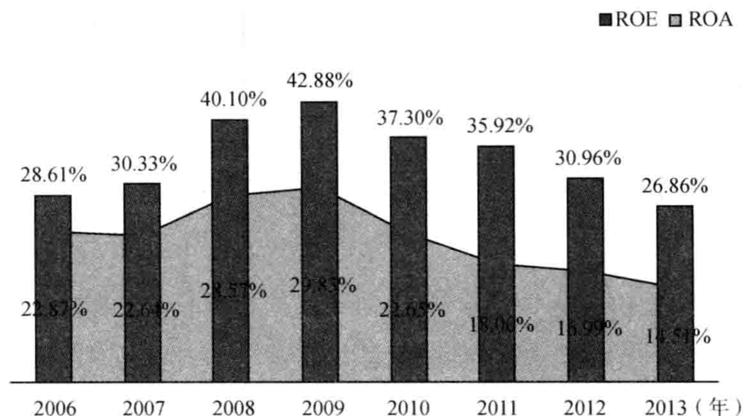


图 4－26　腾讯 2006 年—2013 年的 ROA（总资产收益率）和 ROE（净资产收益率）

既然 2013 年总资产收益率偏低，这便说明，腾讯 2013 年的净资产收益率是在权益乘数较高的情况下，也就是提高了负债率水平的情况下实现的。再深入挖掘一下就会发现，2009 年的营业利润率、总资产周转率都高于 2013 年，如图 4－27 所示。其主要原因是，2009 年之后，腾讯不满足于原

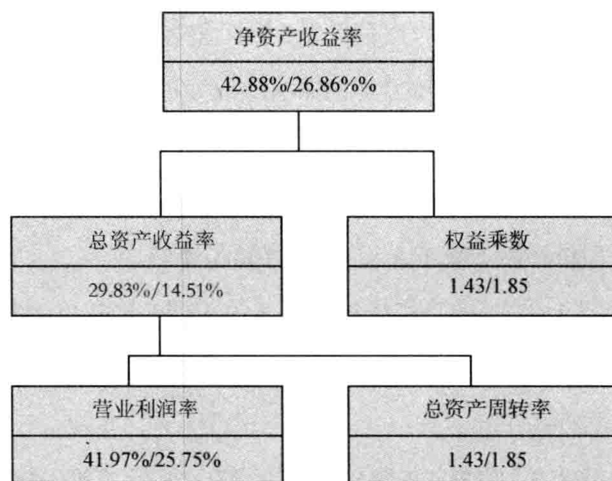


图 4－27　2009 年和 2013 年的杜邦分析对比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有的核心业务，逐渐发力于电子商务，但电子商务业务的利润率明显低于游戏业务、增值服务业务，在总资产周转率方面的特点亦是如此。其实，规模扩大未必能带来直接的经济利益，反而有可能降低了股东财富，但是规模大的好处有时候不仅仅体现为直接的净资产收益率，这一点需要注意。

值得一提的是，从 2009 年开始，腾讯手中持有的现金及银行存款快速增长，到 2013 年，已经超过 200 亿元。此外，定期存款和受限现金亦高达 237.54 亿元。如此巨额的现金持有，一方面印证了腾讯营收之强劲，另一方面，也为其不断的收购提供了充足的弹药。

BAT 还是 AT？

2014 年 1 月 1 日，快的打车宣布，北京首次使用快的打车的新用户将获得 30 元话费返还，快的打车将为此投入超过 1 亿元人民币。

2014 年 1 月 10 日，嘀嘀打车对乘客司机发起 10 元补贴活动；21 日，快的打车跟进补贴乘客 10 元，司机 15 元。

到了 2 月 10 日，嘀嘀打车将司机及乘客补贴降至 5 元；2 月 12 日，快的打车也将司机补贴下降至 5 元，乘客补贴不变。

2 月 17 日上午，嘀嘀打车恢复对乘客的 10 元补贴，并宣称针对此项补贴的总投入将达 10 亿元人民币；当天下午，快的打车补贴乘客 11 元，并称永远比同行高 1 元。

2 月 18 日上午，嘀嘀打车将补贴调至 12～20 元不等，并赠送微信打飞机游戏道具；当天下午，快的打车将补贴提高至 13 元，并赠送天猫商城

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

退货包邮。

2 月 23 日，嘀嘀打车又承诺，对使用嘀嘀打车成功打到车但支付不成功的用户执行每单 12 元的补偿；24 日又宣布，嘀嘀打车将为此补贴 10 亿元，用完为止；27 日再次宣称，资金储备充分、补贴短期不会停止。

快的打车则宣布从 3 月 4 日零点开始调整打车补贴方案，乘客补贴金额从之前的 13 元降至 10 元。一日之后，"快的"打车宣布从 3 月 5 日零时起，再次对补贴作出调整，即使用支付宝付款，乘客每单立减 5 元，每天 2 单。嘀嘀打车则同样下调打车补贴，从之前的随机补贴 6 元至 15 元，调整至随机补贴 5 元至 10 元不等，新的补贴方案从 10 日凌晨开始实施……

据称，从 2014 年 1 月开始的打车大战，使快的打车和嘀嘀打车烧钱近 30 亿元，而其他的打车软件早已无人问津。快的打车和嘀嘀打车之所以如此财大气粗，皆因二者背后的巨人力量强大：快的打车的背后是阿里巴巴，嘀嘀打车的背后则是腾讯。

快的打车和嘀嘀打车的针锋相对显然不是阿里巴巴和腾讯的意气之争。虽然打车软件市场目前并没有显现出清晰的商业模式，但谁也想不到未来什么东西会成为下一个"QQ"、"微信"、"支付宝"，腾讯和阿里巴巴只有普遍撒网、提前卡位，才有机会抢占先机。

但在这场眼花缭乱，却又是真金白银的对战中，百度缺席了。

百度、阿里巴巴和腾讯并称中国互联网行业的三巨头，简称 BAT，三者的组合构成了中国互联网行业完整的生态：腾讯的核心在人及其社交关系，阿里巴巴扮演了商品交易平台的角色，百度则成了沟通人和商品的渠道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可问题是，做大之后，上游的想往下游走，下游的想往上游爬，中间环节的则希望两头延伸，都想构建属于自己的封闭的"生态圈"。于是，百度、阿里巴巴和腾讯开始了旷日持久的"三国杀"游戏，如表 4－5 所示。

表 4－5 BAT 的"三国杀"

项目	百度	阿里巴巴	腾讯
核心优势	搜索	电商、支付宝	QQ、微信
视频	爱奇艺（2013 年 5 月，百度以 3.7 亿美元收购 PPS，随后与爱奇艺合并）		腾讯视频
O2O（线上付款，线下交易）	百度地图	高德地图（2013 年 5 月，以 2.94 亿美元收购 28%股份，2014 年 2 月，传出全资收购消息）	腾讯地图
	百度团购	快的打车	腾讯路宝
	糯米网（2013 年 8 月，以 1.6 亿美元获得 59%股份）	聚划算	滴滴打车（2013 年 12 月，投资 3000 万美元）
		丁丁网	QQ 团购
			高朋网
浏览器	百度浏览器 UC 浏览器（2013 年 8 月，战略投资）QQ 浏览器		
支付	百付宝	支付宝	财付通
	百度钱包	微博支付	微信支付
手机应用分发平台和游戏平台	91 无线（2013 年 8 月，以 18.5 亿美元收购）	2014 年 1 月，推出手游平台	应用宝
			腾讯游戏竞技平台

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

项目	百度	阿里巴巴	腾讯
电商	百度微购	淘宝	易讯
		天猫	京东
		阿里	
社交	百度贴吧	新浪微博(2013 年 4 月，以 5.86 亿美元获 18%股份)	QQ
	百度空间	陌陌(2012 年 11 月参与融资)	微信
	百度 hi	来往	QQ 空间
		阿里旺旺	朋友网
网络文学	纵横中文网(2013 年 12 月，1.9 亿元收购)		腾讯文学
	百度文库		
	百度多酷文学网		
云存储	百度云	阿里云	腾讯云
		酷盘	腾讯开放平台
互联网金融	百度理财	余额宝	现金宝
	百度百发	天弘基金(2013 年 10 月，以 11.8 亿元获 51%股份)	微信理财通
		阿里小额贷款	众安保险(15%)
		众安保险(最大单一股东，19.9%	腾讯前海银行
安全服务	百度卫士	云盾	电脑管家
	百度杀毒		腾讯手机管家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

项目	百度	阿里巴巴	腾讯
搜索	百度搜索		搜狗搜索(2013 年 9 月，以 4.48 亿美元＋搜搜＋QQ 输入法获 36.5%股份
输入法	百度输入法		搜狗输入法
大数据		聚石塔	
		友盟(2013 年 3 月，以 8000 万美元收购)	
旅游	去哪儿网(2011 年 6 月，以 3.06 亿美元入股)	淘宝旅行	QQ 旅游
		穷游网	
物流		菜鸟网络(21.5 亿元获 43%股份)	华南城(2014 年 1 月，以 15 亿港元获 9.9%股份)
		海尔电器(2013 年 12 月，以 22.22 亿港元入股)	

得益于 Google 在国内的“水土不服”，百度已基本垄断了国内的搜索市场。尽管面临着 360 搜索、搜狗搜索等挑战者一波波的冲击，甚至 360 搜索的市场份额已达到 23.1%且连续 12 个月保持增长，但根据 CNZZ(由国际著名风险投资商 IDG 投资的网络技术服务公司，是中国互联网目前最有影响力的流量统计网站)的数据，2013 年 12 月百度在搜索市场的占有率依旧接近 70%。

阿里巴巴的成功则在于淘宝网、天猫商城和支付宝。2013 年的“双 11”，淘宝网和天猫商城的一天的网购规模超过了 350 亿元，这一数据足

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以说明阿里巴巴聚拢的巨大人气和流量。而根据 Hitwise(该公司的主营业务是,通过分析网站访问者行为的趋势来衡量网站的管理人员和市场份额)的数据,2013 年第二季度支付宝和财付通占我国第三方支付平台点击访问超过 90%的市场份额,其中,支付宝 62.9%,财付通 29.4%。

至于腾讯则不用说了,在 IM 市场笑傲江湖。

但是,此时此刻,三者竟然都面临着冲击,互联网变化之快令人瞠目。因此,BAT 不断攻城略地,希望将更多用户圈在自己的领地里。从互联网入口的输入法、搜索引擎,到互联网的娱乐、理财,再到 O2O,BAT 希望自己无处不在。

不过,在 BAT 之中,百度的地位是最尴尬的,这主要是因为百度核心业务不稳、财政业绩日显颓势、商业模式不佳。

虽然百度目前仍在国内搜索市场占据垄断地位,但这种垄断地位并不能构成宽广的“护城河”。因为百度的主要意义在于搭建链接人和信息(包括商品)的渠道,但这种渠道并非是不可或缺的。说到底,搜索引擎只是一种工具,随时都有可能被替代。而腾讯和阿里巴巴则不一样,它们分别占据了人和信息的制高点,腾讯的用户转换成本远高于百度,阿里巴巴则因为集聚了海量的商品,也有着高于百度的黏性。

从财务业绩上,百度也体现出了自己的“颓势”。2010 年至 2013 年,百度的营收分别是 79.15 亿元、145 亿元、223.06 亿元和 319.43 亿元,2011 年至 2013 年的增速分别是 83.20%、53.83%和 43.20%,如图 4-28 所示。在体量比腾讯小近一半的情况下,增速却已相近;而阿里巴巴的 2013 年营收已接近 500 亿元,净利润更是高达 217 亿元,是 BAT 中最高的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

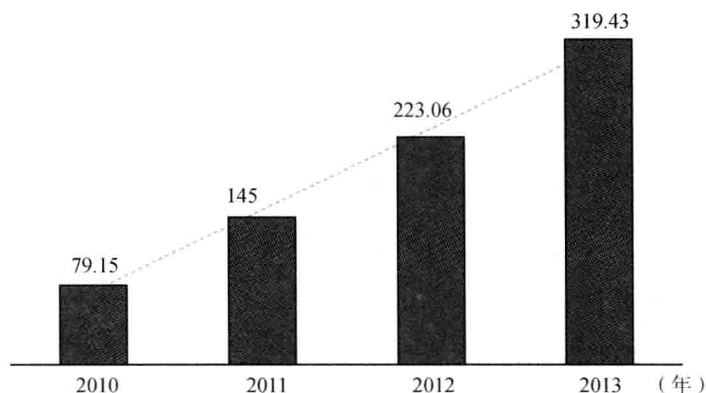


图 4-28　百度 2010 年至 2013 年营收(单位：亿元)

商业模式上,AT 是平台化的商业模式,即“我来搭台你来表演”。这种开放的生态环境可以不断扩充腾讯和阿里巴巴的版图,使其业务多元化,扩充得越多,平台用户的交易成本就越低。而百度则奉行一种“通道化”的商业模式,该模式本身就是一种“一锤子买卖”的方式;且其依赖的竞价排名搜索,存在着严重伤害用户体验的弊端。

因此,BAT 的战争中,百度很可能是最早出局的,阿里巴巴和腾讯则将进一步从两端向对方挤压。

而在阿里巴巴和腾讯的终极对决中,腾讯则更占有优势,毕竟,“人”才是最重要的!

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章

风险的价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险社会

德国社会学家乌尔里希·贝克的风险社会理论认为：人类历史上各个时期的各种社会从一定意义上说都是风险社会，换句话说，风险无处不在。我们当然希望什么事情都能预先测定，就像1+1=2一样，只要我们知道了1，也就能确定2。但上帝没有那么仁慈，我们有时候连1是不是1都不知道，即便知道1是1，但两个1加起来也不一定等于2。

这有点像薛定谔那只该死的猫。

奥地利物理学家埃尔温·薛定谔于1935年提出了一个思想实验，该实验试图证明量子力学在宏观条件下的不完备性。所谓思想实验，就是白日梦，但是要符合理论逻辑。这便是所谓"薛定谔的猫"。

这个思想实验是这样的：把一只猫放进一个封闭的盒子里，然后把这个盒子连接到一个包含一个放射性原子核和一个装有有毒气体容器的实验装置。设想这个放射性原子核在一个小时内有50%的可能性发生衰变，如果发生衰变，它将会发射出一个粒子，而发射出的这个粒子将会触发这个实验装置，打开装有毒气的容器，从而杀死这只猫。根据量子力学，未进行观察时，这个原子核处于已衰变和未衰变的叠加态，所以如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在一个小时后把盒子打开，实验者只能看到“衰变的原子核和死猫”或者“未衰变的原子核和活猫”两种情况。

不管这只猫是生还是死，这都不是问题，因为生有生的处理办法，死有死的处理办法。但现在的情况是，只要我们不打开这个盒子，我们就不知道这只猫处于什么状态——这是一种不确定，也就是风险。为了应对这样的风险，我们必须进行两手准备，而这将无疑大幅提高我们的成本。

企业的情况比这只猫更复杂。对猫来说只有生和死两种可能，而企业的经营状况和财务业绩却有千万种可能，企业在下一个财年，财务业绩是增长、持平还是下降，企业是盈利、收支平衡还是亏损，程度如何，这些都有无限的可能，这就是企业的风险。

经济学界有一个著名的笑话——经济学家成功预测出了过去5次衰退中的9次——这从反面印证了经济的变幻莫测。2014年，高盛首席外汇策略师、著名的“乌鸦嘴”Thomas Stolper(托马斯·斯托普尔)宣布辞职。历数以往，他推荐的交易基本都是不靠谱的，但是投资者却将其视为反向指标——据说，如果一直反向操作的话，将会产生10000点的收益。著名投行的专业选手不靠谱，其他机构的分析师们同样也不靠谱。国内各大券商都会对CPI(消费物价指数)等宏观数据进行预测，并且预测的时间基本上都离国家统计局发布指标的时间很近，但是，纵观各大券商，预测值覆盖从2.1到2.7整个区间，但基本上都是不准的(实际为2.5)，如图5-1所示。

也许有人会问，人不都是理性经济人么，为什么还会有风险？

吊诡的是，除了地震、火灾等各种自然风险，理性经济人造成的人为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

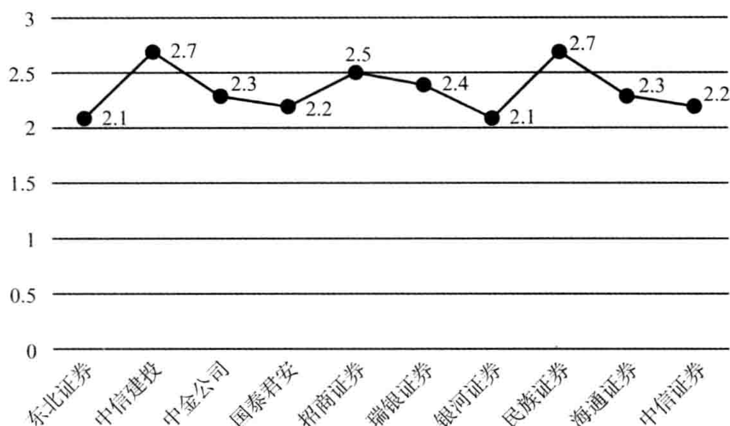


图 5-1　券商对 2014 年 1 月 CPI 值的预测

风险正是风险的主要来源。乌尔里希·贝克认为：人类对社会生活和自然干预的范围扩大、深度增加了，决策和行为成为风险的主要来源，人为风险超过自然风险成为风险结构的主导内容；借助现代治理机制和各种治理手段，人类应对风险的能力提高了，但同时又面临着治理带来的新类型风险，即制度化风险(包括市场风险)和技术性风险；同时，这些风险又是理性决策信赖的，今天的风险就是昨天的理性决策。因此，从根源上讲，风险是内生的，伴随着人类的决策与行为，是各种社会制度，尤其是工业制度、法律制度、技术和应用科学等正常运行的共同结果。

既然风险无可避免，那我们必须早一点发现它，然后想法躲避或者硬扛着，以减少风险带来的损失。至于哪些情况要躲，那些情况要硬扛着，就得根据风险的情况来决定。上帝虽然不仁慈，倒也有点公平：愿意承担风险的人，要么“搏一搏，单车变摩托”，要么“辛辛苦苦几十年，一夜回到解放前”；不愿意承担风险的人，则可以揾个一日三餐，保个平平安安。也就是说，风险和收益是相伴相生的，风险越高，收益越大，风险越低，上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

帝也不可能给你很高的收益。

我们在前面已经描述了分析企业收益的各种方法，现在的问题是，我们必须再预估一下企业经营的风险，看看风险和收益是否匹配，然后才能决定自己是去还是留。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

固定成本的陷阱

企业面临的风险各种各样，简单来说，我们可以将企业面临的风险分为两大类：一类是外在的风险，如次贷危机、自然灾害、汇率波动等，这些风险是整个市场需要面对的风险；另一类则是内在的风险，属于企业自身的风险，比如产品本身导致的经营风险，管理层操控资产负债表导致的财务风险等。

对于企业而言，外在风险往往不可控，企业能做的是尽量预测，或者采取对冲措施，如购买保险。因此，我们关注的重点是企业可能面临的内在风险，也就是经营风险和财务风险。

经营风险是指由战略选择、产品价格、销售手段等经营决策引起的收益风险，特别是企业利用经营杠杆所导致的业绩变动形成的风险。所谓经营杠杆是指在企业生产经营中由于存在固定成本而导致利润变动大于产销量变动，因此，经营杠杆是跟固定成本紧密联系在一起的。

在一家企业中，固定成本越高，企业就需要用越多的销量去弥补这一成本；反之，如果不存在固定成本，那么企业卖多少就实打实赚了多少。

小徐在某大学附近成立了一家刻录和售卖光碟的公司。对于小徐来说，售卖自己公司刻录的光碟的确能获得很高的经济利润：只需投入一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

台带有刻录机的电脑，连上网络，然后购买空白光盘，就能开始经营售卖光碟的生意。刻录和售卖光碟几乎不需要投入固定成本：首先，电脑和网络很大程度是小徐本就需要的，因而这部分成本真正摊到刻盘和售卖光碟上的并不多；其次，小徐刻录光盘的时间，也被分摊在各张光盘上，所耗时间成本也很少——只要一次下载，就可以重复刻录；再次，扣除研发和引进费用，小徐真正的成本是一元一张的空白光碟，这样的投入实在高不起来。对小徐来说，他只要卖出一张光碟，就能赚上 4 块钱，卖出两张光碟，就能赚上 8 块钱，以此类推，绝对不会亏本，单位销量的毛利率更是高得惊人。因此，我们可以说，小徐几乎不会碰到什么经营风险。

这时一位颇为时尚的老板小刘打算用 3D 打印机来打印光盘，他狠了狠心，用以前卖光碟的积蓄 50 万美元（按现在的汇率算差不多 300 万元人民币）买了一台很主流的金属 3D 打印机。因此，小刘的固定成本就是 50 万美元，不管他有没有刻录盗版碟，有没有卖出盗版光碟，这 50 万美元已经砸下去了。如果想要实现盈亏平衡，按一张碟片赚 4 元钱来算，小刘必须卖出去 75 万张光碟才能收回成本。

在一定产销量范围内，产销量的增加一般不会影响固定成本的总额，但会降低单位产品分担的固定成本，从而提高单位产品的利润，并使利润增长率大于产销量增长率；反之，产销量减少，会使单位产品分担的固定成本升高，从而降低单位产品的利润，并使利润下降率大于产销量的下降率；当产品没有固定成本时，利润变动率与产销量变动率同步增减。

这就是经营杠杆的内涵，我们可以用一个公式来描述：

经营杠杆系数＝息税前利润变动率÷营收变动率

＝边际贡献÷(边际贡献－单位固定成本)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经营杠杆越高，意味着企业面临的经营风险越大；反之则越低（见图5-2）。

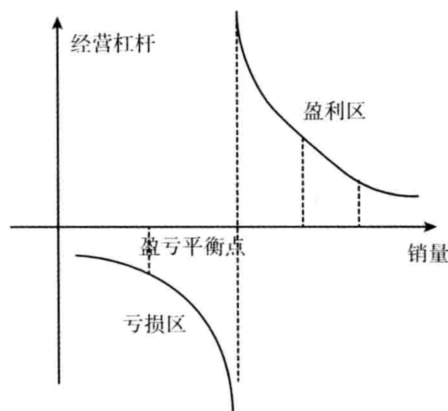


图 5-2 经济杠杆的应用

我们从公式可以看出：当边际贡献与单位固定成本相等时，经营杠杆系数趋向于无穷；而当销量跨过盈亏平衡点，经营杠杆趋向于递减。这是由于在未达到盈亏平衡时，企业处于亏损状态，经营杠杆一般是递增的，销量越大，企业的业绩越靠近扭亏为盈；随着销量越过盈亏平衡点，销量越多，收入越大，固定成本在收入中的影响因素降低，因此，杠杆系数也就递减了。

在小刘没有购买 3D 打印机的时候，假设其固定成本为 0，那么其边际贡献是 4 元，经营杠杆系数是 1，也就是说，其息税前利润的变动幅度和销量的变动幅度是一致的；假如小刘购买了 3D 打印机，在销量达到 50 万张时，单位固定成本是 6 元，经营杠杆系数一2，也就是说销量增加 1 倍其亏损会缩减 2 倍；在其销量达到 100 万张时，单位固定成本是 3 元，经营杠杆系数是 4；在其销量达到 300 万张时，单位固定成本是 1 元，经营杠杆系数是 1.3。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

借鸡生蛋的财务风险

经营风险是行业和产品或者服务本身的风险,反映了企业的本质属性。就像人很难改变自身是男是女这样的先天属性一样,企业也很难改变自身所处行业的基本特点。企业一旦选择了某个行业,其面临的固定成本也是可以预见的——至少从短期来看是如此,除非出现突破性的技术改变。假如这时候,由于技术突破,商家购买的3D打印机价格降低至跟一般的打印机一样,1000块钱就可以买一台不错的打印机,同时打印效率又提升了1倍,那么显然,新近购买3D打印机的商家"前景将更加光明",固定成本下跌,经营风险大大降低。

除此以外,企业还要面临人为选择的财务策略导致的风险,也就是财务风险。所谓财务风险是指,企业的资本结构不合理,导致无法偿还到期债务或者降低了股东财富,简单来说,就是由于负债带来的风险。现在的企业绝大部分都会进行负债经营,也就是我们通常说的财务杠杆,以股东的资金撬动债权人的债务性资金,实现股东财富的最大增值。

那么,企业为什么要运营财务杠杆呢?我们以中信银行为例进行说明,图5-3是其在2013年9月30日的杜邦分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

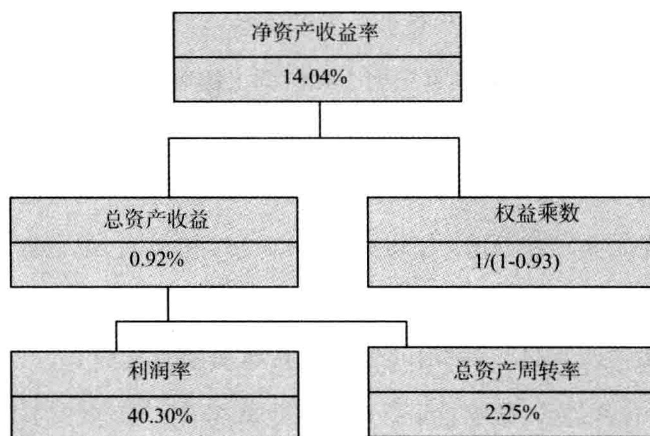


图 5－3　中信银行 2013 年 9 月 30 日杜邦分析

银行业是典型的“借鸡生蛋”的行业，也是典型的资本密集型行业，其核心业务就是吸储放贷，以及在此基础上经营的衍生业务。银行贷款的利息远高于存款利息，2013 年 9 月，活期利率只有 0.385％，一年期整取整存的利率也不过 3.3％，但是其一年期贷款利率却高达 6％，这种息差足以让银行吃得“油光满面”。

2013 年的前三个季度，中信银行的利息收入高达 1178 亿元，利息支出却只有 550 亿元，息差收入 628 亿元，占其营收的 81.98％。银行开展这项业务，所耗固定成本并不高——也就是搞几个柜台、建设 IT 系统，外加聘请一些行政管理人员而已——与此同时，银行该项业务的变动成本也仅仅是存款利息的支出，因此，该项目的利润率相当高，达到了 40.3％。中信银行的总资产收益率只有 0.92％，假如中信银行的资本都是股东投入的话，这绝对是一笔不划算的生意，还远不如放到别的银行去存定期。但是，假如把储户的钱揽过来，然后再去放贷，这就是一笔很划

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

算的生意。中信银行由此获得了一大笔负债，它只需为这笔负债支付很低的固定利息，便可对其进行空间上和时间上的组合，然后放贷——这就是银行业的真相。

我们可以看到，中信银行的资产负债率高达93%，正是这一真相的表现。大部分负债都是储户贡献的，2013年9月30日，中信银行资产总额34014.08亿元，负债总额31765.98亿元，资产负债率高达93%；负债中储户存款总额达到了26324.76亿元，占据负债总额的82.87%。也就是说，储户存得越多，帮中信银行赚的钱也就越多。在这样的操作下，中信银行的股东们获得了14.04%收益率，获得了15倍的杠杆。

按照这样的逻辑，似乎负债越多，股东们可以获得越多的财富增值。但是我们总要牢记，“有所得，必有所失”。负债经营需要面对两个问题：其一，如果经营不当，就有可能无法偿还本金和利息；其二，资金越多，实现高收益率越难。因此，如果依靠负债所获得的资金无法被投入更高收益率的项目，便会毁灭股东的财富。打个比方，借入100块钱，要支付3块钱的利息，但如果这100块钱只能放在银行吃活期利息，那就必然会造成入不敷出，还不如不借。很多公司IPO后融入了大量资金，却没有将这批资金投向好的项目，这对股东来说是非常不靠谱的。

正是这两个问题导致了财务风险，一般来说，第二个问题是风险的实质，第一个问题是风险的最终表现。

我们一般以财务杠杆来衡量财务风险。与经营杠杆类似，财务杠杆也有一个基本公式和诸多变体：

财务杠杆＝每股利润变动率÷息税前利润变动率

＝息税前利润÷(息税前利润－利息支出)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们可以发现,财务杠杆和经营杠杆在形式上的一致性。站在股东的角度,利息支出是其经营一家企业的“固定成本”,不同的资本结构导致了不同的资本成本,并最终导致不同的净利润。

经营杠杆和财务杠杆在企业经营的不同阶段发生不同的作用——前者描述了产品层次的固定成本带来的风险,后者描述了企业层次的固定成本带来的风险——但它们共同影响了企业的业绩。

我们始终要注意,风险,不只是亏损的可能,也是盈利的可能。我们把经营杠杆和财务杠杆的乘积称为复合杠杆,以便综合考虑两者的影响。显然,股东既然期望复合杠杆放大资本收益,就必须承担复合杠杆累积的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杠杆！杠杆！

2008年9月，著名的投资银行雷曼兄弟申请破产——这也许是次贷危机中最重要的高潮。造成其破产原因有很多，杠杆运营不佳就是其中之一。

《期货》(*Futures*)杂志曾经在采访雷曼兄弟主管不良债务和可转换证券交易部门的副总裁麦克唐纳时问：请用少于100字的内容简要告诉我们雷曼兄弟最终破产的原因。麦克唐纳的回答只有几个字：杠杆，杠杆，还是杠杆。

艾伦·格林斯潘第三次担任美联储主席以后，其主要工作就是降低利率以刺激美国经济。2000年9月，美联储基准利率是6.52%，随后就一直处于下行状态，到2013年12月，已经低至0.98%。利率处于下行态势，一方面形成了消费者的普遍预期，另一方面刺激了企业杠杆的提高，使资产泡沫越吹越大。2013年开始，由于美国经济好转，格林斯潘开始加息。可美国的一众企业还在以前低利率的旧梦中没有醒来，还在拼命杠杆运营，直到最终走上了一条不归路(见图5-4)。雷曼兄弟便是如此。

雷曼兄弟2007年年报显示，其时股本权益仅有225亿美元，总负债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

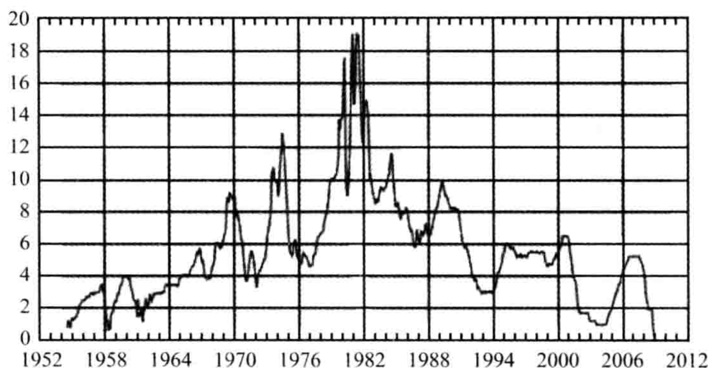


图 5-4　美联储利率(1952—2012 年)(单位：%)

却达到 6686 亿美元，杠杆达 30 倍。同时，为了降低表上的杠杆倍数，雷曼兄弟还采用了大量的“技术处理”。如“回购 105”，这是指雷曼兄弟以价值 105 美元的固定收益类资产或者 108 美元的权益类资产作为抵押，向交易对手借入 100 美元的现金，并承诺日后再将这些资产进行回购的做法。其中，超额抵押的 5 美元或者 8 美元，即相当于支付给交易对手的利息，即利率分别为 5%和 8%。与常规回购操作大概 2%的成本相比，这多出的 3%或 5%是雷曼兄弟降低杠杆的代价。

雷曼兄弟向法院申请破产的一份报告显示，在 2007 年第四季度，雷曼兄弟即做了 386 亿美元的回购 105 交易，这些交易并无经济业务实质，而仅仅用于降低杠杆、维持评级。依靠这一操作，雷曼兄弟 2007 年年报的净杠杆比率由 17.8 下降至 16.1。在低利率时代，高杠杆帮助雷曼兄弟赚了不少钱，使其资产迅速膨胀，但现在，形式已经逆转，命运的天平已经倒向了另一端。加息过程和最后较高的利率最终改变了预期，也改变了市场上的资产价格，次贷资产泡沫被刺破了，市场上的信心崩溃，玩家只求自己比别人跑得更快。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

马克思在《资本论》中形象地描述了这一过程:“危机一旦爆发,问题就只是支付手段。但是因为这种支付手段的收进,对于每个人来说,都要依赖另一个人,谁也不知道另外一个人能不能如期付款。所以,将会发生对市场上现有的支付手段即银行券的全面追逐。每一个人都想尽量多地把自己能够获得的货币贮藏起来,因此,银行券将会在人们最需要它的那一天从流通中消失。”

雷曼兄弟遭遇的正是这一过程,所以它借不到钱。2013 年 9 月 13 日,美联储联合 10 家银行设置了 7000 亿美元的资金池,但这笔资金并不是监管层用于挽救雷曼的,而是为了预防雷曼倒下之后可能出现的进一步市场风波。“墙倒众人推”,连政府都已经放弃雷曼兄弟的消息打击了潜在的救助者,雷曼兄弟难逃一死。

雷曼兄弟的墓志铭上,应该刻上几个字:死于杠杆,死于流动性风险。

我们在前面已经提到,经营杠杆更偏向于先天性质,财务杠杆则更偏向于人为选择。假如一家企业的资本保持不变,股东投入多少可以自行决定,那么财务杠杆也就由此决定。金融行业是与财务杠杆相伴而生的,很多其他行业的企业也喜欢通过放大财务杠杆来追求股东收益。但正如雷曼兄弟的破产告诉我们的,运气好的时候,收益固然可观,但运气不好的时候,风险随之而来。

一个人不可能总是运气好。

所以,美国在次贷危机之后的应对策略,就是不管是企业还是家庭,都努力远离杠杆,降低负债,降低风险。当然,还有量化宽松。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

消失的业务

财务报表很有用,但它不是万能的。大家都知道,分析一家企业最不能漏下的就是它的财务报表,于是,就有人“藏”起一些数据,使之不在报表中体现。报表是根据一定的规则来制定的,只要符合制定报表的规则,就能合法隐藏数据。也正因为如此,想了解财务报表,也必须了解“表外的业务”。

表外业务

大家都看资产负债表,于是企业就想把某些数据从资产负债表上挪走,但又能让自己赚到钱,这就是表外业务的渊源。所谓表外,只是不在资产负债表上体现罢了,只要不符合资产、负债或者净资产的确认条件,就可以成为表外业务了。

如何确认?很简单,会计准则只认三个关键词:谁,时间,事情。谁表示空间边界,只有在企业这个“边界”范围内的东西才属于资产负债表需要反映的内容;如果不是,那就不能往资产负债表里装。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国内银行业需要遵守监管层颁布的一系列规则，规则中很要命的一条就是存贷比，即银行只能贷出存款总额的75%。但银行又需要通过放贷来赚钱，尤其是一部分上市银行，它们面临着资本市场的盈利压力，更需要多多放贷。通常情况下，银行吸收的储户存款属于自身的负债，放出去的贷款属于资产，储户存款增长乏力，那么只能打贷款的主意。

假如一家企业从银行购买一张100万元6个月期限的银行承兑汇票，对银行来说，这属于贷款，要被记录在银行的资产负债表上。银行不想将这张汇票留到期末，留在资产负债表上，于是，便找到另一家银行或者机构："哥们，咱们签个回购协议，我把这100万的贷款卖给你，迟点我再买回来，买卖的价差就算是我给你的辛苦费。"另一家银行或者机构一看，可以躺着赚钱，那自然没问题。于是，通过时间差和交易对手的配合，银行就把这贷款甩出了资产负债表，还赚到了钱。

2013年，徽商银行的招股说明书显示，徽商银行在上半年就通过回购协议卖出价值1006.7亿元的金融资产，这是6个月前规模的两倍多，与2011年底相比更是翻了5倍。票据转手的息差为0.13%，这个息差虽然低，但买卖规模一大，利润亦是非常丰厚，所以银行乐此不疲。

当然，除了这些普通的回购协议，银行还有多种表外业务，比如委托贷款、信托贷款等。根据央行统计，到2012年年末，银行业金融机构表外业务余额48.65万亿元，同比增长19.68%，同期商业银行各项贷款余额为51.7万亿元，表外业务总量已逼近表内信贷总量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

控制权（SPE）

将具体的业务剥离出资产负债表固然可以赚钱，也可以改善资产负债表上的一些指标，但来钱不够快，也不够彻底，于是新主意又被想出来了，这就是特殊目的实体(Special Purpose Entities)。

大型跨国企业 A 公司看好能源行业的前景，想要瓜分能源行业的“蛋糕”，但又希望在进军能源行业的同时控制风险，并且不对自己那资产负债率已经很高的报表产生影响，于是便联合另一家企业 B 公司一同设立了一个叫 JEDI 的公司，该公司的主营业务就是能源。由于 A 公司并没有控制 JEDI，因此无须合并 JEDI 公司的报表。

可日子没过多久，B 公司不想干了，A 公司不想自己全资持有 JEDI，于是便成立了另一家叫 Chewco 的企业，专门用来收购 B 公司所持有的 JEDI 股权。同时，根据当时的规则，A 公司还得另外找一个机构来持有 JEDI 至少 3%的股份，才能确保 A 公司和 JEDI 的报表不被合并。

显然，Chewco 是没有资金的，A 公司只能通过以下三种方式使其获得收购 B 公司持有的 JEDI 50%权益所应当具备的资金：A 公司自己作保，帮助 Chewco 向银行贷款；但是银行不愿意全部贷款，于是，A 公司又使 JEDI 借给 Chewco 1.32 亿美元，并承诺今后会归还；所谓的 3%投资者被摊派了余下所需的 1150 万元。为了让自己不实际控制 Chewco，A 公司将 Chewco 转换为有限合伙，自己作为无限合伙人，另外一个机构大河投资有限公司及其实际控制人 Kopper Dodson 成为有限合伙人——一般情况下，无限合伙是不参与管理的，也就是 A 公司没有控制 Chewco。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看上去，事情得到了完美解决。但实际上，还有一个问题需要解决：大河投资有限公司和 Kopper Dodson 并没有那么多资金。其实，这个问题很好办，由银行向大河投资有限公司提供股权贷款，金额是 1140 万美元，Kopper Dodson 只要拿出 11.5 万美元即可。当然，银行怕大河投资有限公司还不起这么一笔巨资，于是就又和大河投资有限公司签订了一项协议，协议规定：一方面，大河投资有限公司不需要向银行支付利息，但必须将 Chewco 的未来收益支付给银行；另一方面，大河投资有限公司还需要在银行设立 660 万美元的保证金账户——由于大河投资有限公司已经是 Chewco 的“实际控制人”，这笔钱由 Chewco 来提供很正常。

现在，Chewco 有钱收购 JEDI 50%的权益了，并且看起来 JEDI 并不在 A 公司的控制之下，两家公司的报表无须合并，A 公司达到了自己的目的。

这对 A 公司有什么好处呢？由于看起来并没有实际控制 JEDI 和 Chewco，A 公司不需要合并上述两个企业的报表，也不需要全部抵消来自它们的收入；此外，两者的债务也不会体现在 A 公司的资产负债表上。

那么大河投资有限公司和 Kopper Dodson 又得到了什么好处呢？后来，A 公司以 3500 万美元的价格收购了 Chewco 持有的 JEDI 权益，大河投资有限公司和 Kopper Dodson 获益 1000 万美元——这就是帮忙的报酬！

也就是说，Chewco 是 A 公司设立的 SPE，它是一个傀儡和管道，可以向 A 公司输送利益，却帮 A 公司隐藏了负债。从 1997 年到 2000 年的短短 4 年里，SPE 为 A 公司输送了 4.99 亿美元的净利润，占其净利润的 18.62%；同时，SPE 还帮助 A 公司从资产负债表上剥离了 25.85 亿美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的债务，如表 5－1 所示。

表 5－1　A 公司 SPE 对净利润和债务的影响(金额单位：亿美元)

项目名称	1997	1998	1999	2000	合计
调整前净利润	1.05	7.03	8.93	9.79	26.8
其中：SPE 输送净利润	0.45	1.07	2.48	0.99	4.99
SPE 输送净利润占比	42.86%	15.22%	27.77%	10.11%	18.62%
调整前债务	62.54	73.57	81.52	100.23	317.86
SPE 隐藏债务	7.11	5.61	6.85	6.28	25.85
SPE 隐藏债务占比	11.37%	7.63%	8.40%	6.27%	8.13%

既赚了钱，又剥离了债务，这似乎是一箭双雕的完美交易。但是，上帝并不慈悲，A 公司只看到了 SPE 的好处，却患上了“SPE 上瘾症”。在鼎盛时期，A 公司的 SPE 数量高达 3000 个，真是“欲使其灭亡，必先使其疯狂”。

然后……就没有然后了。笔者只能告诉你，A 公司的真名叫安然有限公司，它原是世界上最大的综合性天然气和电力公司之一，在北美地区是头号天然气和电力批发销售商。

股权（VIE）

SPE 从控股权下手，但对某些人来说，SPE 并不是一种彻底的剥离负债的方式。由于合并报表的基本门槛是“控制”，而控制的形式基本上就是“控股”——如果没有满足形式上的控股要求，如持股比例达到 51%或者相对多数，就很难有足够的证据证明其必须合并。

更何况，安然有限公司破产以后，监管层给合并报表这样的会计处理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方法打上了"第一千零一个补丁"，美国财务会计标准委员会(FASB)制定的FIN46条款规定，凡是满足以下三个条件中任一条件的SPE都应该被合并：其一，风险股本很少，这个实体(公司)主要由外部投资支持，实体本身的股东只有很少的投票权；其二，实体(公司)的股东无法控制该公司；其三，股东享受的投票权和股东享受的利益分成不成比例。在这样具有针对性的规定下，安然的路已经走不通，必须要有新的方法。

道高一尺，魔高一丈，VIE这样的架构应运而生。

可变利益实体(Variable Interest Entity)是美国标准会计准则FIN46(FASB Interpretion No. 46关于企业合并)中关于(被投资)实体的一个术语，是指投资企业持有具有控制性的利益，但该利益并非来自于多数表决权。换句简单点的话来说，就是A投资了B，但是A并没有拥有B的控股权或者相对多数的股权，却获得了控制性也就是最主要的利益。

在国内，VIE架构有着教科书式的范本，新浪、搜狐等一大批互联网企业都是采用VIE模式运作。由于工信部和新闻出版总署对"互联网增值业务"的资本结构有严格规定，如ICP只能由内资公司持有，但一方面外国资本对中国的互联网增值业务垂涎三尺，另一方面这些互联网企业在其早期融资阶段，在国内融资相对较难，在国外IPO也更加划算，于是，VIE的基本套路开始了：

第一步，这些公司的创始人或是与之相关的管理团队设置一个离岸公司，比如在维京群岛或是开曼群岛，这些离岸公司注册灵活且成本低廉；第二步，该离岸公司与VC、PE及其他的股东再共同成立一个公司(通常是开曼群岛)，作为上市的主体；第三步，上市的主体再在香港设立一个壳公司，并持有该香港公司100%的股权；第四步，该香港公司再设

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

立一个或多个境内全资子公司(WFOE);最后一步,该 WFOE 与国内运营业务的实体签订一系列协议,达到享有 VIE 权益的目的,同时符合 SEC(美国证券交易委员会)的法规。具体如图 5-5 所示。

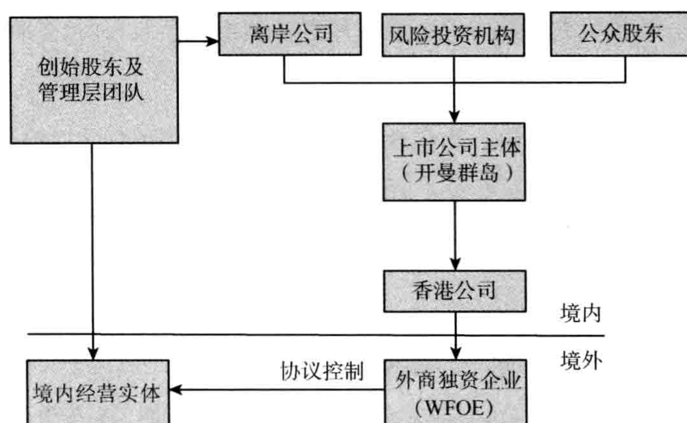


图 5-5 VIE 的一般架构

之所以搞得这么复杂,VIE 的目的只有一个:利用各个地方的“游戏规则”,获得最大的收益。比如在境内,境内境外的安排一方面可以使其正常开展业务,另一方则可以绕过资本管制;离岸公司则可以为创始人团队避税,所以离岸公司一般都设置在维京群岛这样的避税天堂;上市实体则被放在开曼群岛,这是为了满足上市的要求;至于上市选择,就要看是纳斯达克还是香港的吸引力更大、世道更好了。

VIE 的核心和关键就在于,通过协议控制突破了股权控制的属性:按照我们一般的约定,拥有多少股权,就享有多少收益;但是 VIE 架构通过协议,扭曲了这一约定。

其一,服务协议。境内经营实体与外商独资企业签订服务协议,服务内容包括独家管理及顾问等各种内容,作为服务对价,境内经营实体须向

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外商独资企业支付等同于实体公司年度净利润的"服务费"。

其二,业务经营协议。境内经营实体授权外商独资企业控制境内经营实体的经营控制权,包括提名董事等管理层等。

其三,股权优先收购协议。境内经营实体出售其股权时,外商独资企业拥有排他性的优先收购权。

其四,过桥借款协议。为符合国内金融监管的相关规定,由外商独资企业通过银行委托贷款等方式对境内经营实体的创始人等股东发放贷款,将来源于海外风险投资资金或海外上市融资以增资等合法方式进入境内经营实体。

最后,财产担保类协议。境内经营实体将其所有股权、不动产等作为担保物,为境内经营实体如期向外资公司支付"服务费"以及股东向外资公司的借款提供担保;同时,对于借款及担保协议通过公证赋予强制执行效力,增强协议执行效率。

通过上述协议,境内经营实体的股东只是形式上的股东,其实质权利已经被转移给了外商独资企业,境内经营实体的收益也完全输送给了外商独资企业,从而实现了"空间"上的跨越:一方面在境内赚钱,另一方面在境外融资和规避管制,两头得利。

根据中国证监会《关于企业申请境外上市有关问题的通知》(证监发行字【1999】83 号)的规定,境内企业海外上市在财务指标上须满足"四五六条款",即拟上市企业净资产不少于 4 亿元人民币,按合理预期市盈率计算,筹资额不少于 5000 万美元,一年税后利润不少于 6000 万元人民币。但是,很多互联网企业 IPO 需要天时地利人和,要等到满足这些条件才上市,要么已经错失市场环境,要么就被人抢了先机,而采用 VIE 架

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

构，由于上市主体位于海外，不受中国证监会管辖，就无须满足上述条件。2005 年上市的时候，百度的净利润不足 6000 万元、净资产不足 4 亿元，如果不采用 VIE 架构，就至少要等到 2007 年才能满足上市条件。对互联网行业而言，两年时间就已经足够改变一切了。

VIE 看起来很完美，直到支付宝事件。

2011 年 5 月 11 日，雅虎在提交给美国证券交易会的经营业绩详细报告(10－Q)中指出：阿里巴巴集团旗下子公司支付宝的所有权被转移到了马云控股的浙江阿里巴巴，以帮助支付宝获得在中国境内的第三方支付牌照。马云旗下的阿里巴巴集团随即发表声明：早在 2009 年 7 月，董事会已就确认上述转让，这一转让是为了符合中国央行关于持有支付许可证的企业必须 100％内资的政策规定。根据这一规定，阿里巴巴集团通过股权转让的方式将支付宝从外资控股变为 100％内资控股，并终止与阿里巴巴集团的协议控制。这一事件随后引发了一系列的口水战，一些人认为马云违背契约，甚至是不诚信，另一些人则认为马云是为了保住支付宝。

在中国央行的“游戏规则”之下，马云只有两个选择，要玩游戏就必须将支付宝转换成 100％的内资控股公司，不玩游戏则可以退出第三方支付市场。对于已经是第三方支付市场老大的支付宝而言，这一选择并不艰难，也最符合股东利益，因此，马云的选择无可厚非。

支付宝事件也将 VIE 这一名词从海外推到了境内，VIE 一时成了流行热词。按照 VIE 的基本架构，马云似乎已经将阿里巴巴(VIE 架构中的境内经营实体)实质性的股东权利转让(即投票权和收益权等股东权利已经被分拆，不再按名义股权比例分配)出去了。但是一方面，由于马云

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在阿里巴巴中的地位非同一般，所谓的协议控制也就无法“控制”；另一方面，协议永远都是不完备的——正如 VIE 是为了规避监管而生，协议也有可能被规避。因此，马云只不过是在阿里巴巴集团的“游戏规则”之下，将旗下资产进行了一次处置。具体如图 5－6 所示。

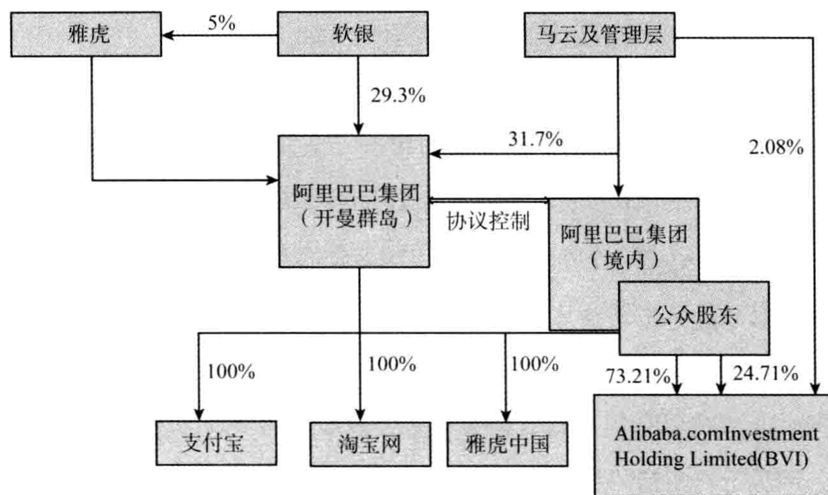


图 5－6　阿里巴巴集团股权架构

但是对于其股东雅虎而言，由于来自阿里巴巴的贡献在其利润总额中占据了非常重要的地位，这一变动自然成为雅虎的“重大风险”，以至于雅虎在宣布支付宝股权已经被转移的当天，股价大跌 7.3％。

从表外业务到 SPE，再到 VIE，似乎越来越高级，技巧越来越复杂，将企业想隐藏的东西隐藏得越来越深，但问题在于，这些消失的业务并不是真的消失，而是从此处被转移至彼处。无论是“拆东墙补西墙”还是找了合作伙伴配合，都无疑面临极大的风险：企业的窟窿将会越来越大，直到碰到最后一根稻草，被彻底压垮。正是：眼看他起高楼，眼看他宴宾客，眼看他楼塌了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一枚硬币的两面

风险无处不在。

不确定就意味着风险，如果可以预见一件事的后果，那就没有风险。比如说，每天早上太阳都会从东方升起，这是确定无疑的事情，不大可能有太阳不再升起、不再从东方升起这样的事情发生。同样，如果一家企业经营状况良好，订单充足，政府也给予它大量补助，那么我们可以相对确定其盈利状况；反过来，如果一家企业几乎已陷于停产，那么亏损也就是板上钉钉的事情。

进一步，我们在知道一家企业已经盈利的基础之上，还想知道它的盈利规模，这就是件很不确定的事情。是盈利 100 万元还是 1000 万元，抑或是介于两者之间的任何一个数值？似乎都有可能，这种不确定性就是风险。

我们所能做的，只是根据自己的风险偏好，承担自己愿意承担的风险，获得相应的预期收益。我们分析了一家企业可能面临的各种风险，自然还要找出一些必要的工具来衡量这种风险，然后将风险与预期收益进行比较，看看这是否是一笔划算的买卖。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

敏感性分析

通常来讲,企业的经营业绩不可能总是处于随机变动之中,而是往往具有某几种最有可能呈现的状态,这个时候,我们可以用敏感性分析这一工具来衡量企业的风险。

所谓敏感性分析,简单说来,是一种通过从众多不确定性因素中找出对企业业绩有重要影响的敏感性因素,并分析、测算其对企业业绩的影响程度和敏感性程度,进而判断企业风险水平的分析方法。

我们以售卖光盘为例来说明一下什么是敏感性分析。

小徐的光碟销售有限责任公司,从董事长到销售员都由小徐一肩挑,其每个月的固定成本是 5000 元,每张光碟的变动成本是 1 元(为了方便理解,我们在此暂且忽略研发费用),由于没有竞争对手存在,价格竞争并不激烈,小徐长期以来都是按 5 元一张的价格销售光碟。

我们在表 5-2 中列出了小徐每月不同销量对其净利润的影响：当销量为每月 1000 张时,小徐的业绩并不好,每月要亏损 1000 元;但是只要销量达到 1250 张,小徐就能实现盈亏平衡;在销量达到 1500 张时,小徐能小赚 1000 元;销量再翻一番的时候,小徐的净利润更加可观,达到 7000 元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-2 小徐销量敏感性分析 (单位：元)

情景	销量	固定成本	变动成本	销售收入	净利润
1	1000	5000	1000	5000	-1000
2	1250	5000	1250	6250	0
3	1500	5000	1500	7500	1000
4	3000	5000	3000	15000	7000

我们可以看到，小徐的净利润对销量很敏感，销量的变化直接影响了净利润的变化。当然，这里有一个前提，就是假设其固定成本、每张光碟的变动成本等因素是不变的。

再来看一下中信泰富的例子。

中信泰富在 2008 年 7 月分别与花旗银行、巴克莱银行、巴黎银行等交易对手签署了 16 份每月结算的澳元合约，合约杠杆绝大多数为 2.5 倍。当价格有利时，中信泰富每月须购买 3000 万至 416 万澳元不等；但当价格不利时，中信泰富每月则须购买 2.5 倍的澳元。我们可以将这 16 份合约标准化为 15 份同样的合约，即交易标的为澳元兑美元汇率，签署时间为 2008 年 7 月 16 日，合约开始结算时间为 2008 年 10 月 15 日，到期时间为 2010 年 9 月(24 个月)，加权行权价为 0.89 美元(而 7 月 15 的收盘价为 0.979 美元)，按月支付。计算得出，当价格有利时，中信泰富每月须购买 1000 万澳元，不利时每月须购买 2500 万澳元。

我们可以看看中信泰富上述合约对汇率的敏感性。当汇率在 0.89 以下时，澳元每跌 1 分钱，中信泰富的亏损将是：0.01×2500×24×15＝9000 万美元。显然，中信泰富的澳元合约对澳元汇率非常敏感，澳元一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

旦贬值，中信泰富所面临的风险无疑是巨大的。因此，中信泰富的上述条款被称为鸦片条款，也就不足为奇了。

标准差

敏感性分析是一种定性的分析，如果事情发展下去，只可能出现少数几种可能，那么敏感性分析是很直观很靠谱的选择。但如果有若干种可能的结果呢？所以我们必须继续前进。

当然，这不妨碍我们继续以小徐为例。

接下来，我们可以考虑情景 4 种可能，即小徐在一个月内销售了 A—1000 张、B—1250 张、C—1500 张和 D—3000 张光碟。如果情景 A 发生的可能性是 100%，那小徐就肯定亏损，他可以选择不干；如果情景 D 发生的可能性是 100%，那小徐月入 7000 元，算得上是一个小白领。现在的问题是，4 种情景都有可能发生，那么我们就必须估计每一种情景发生的概率——这种估计必须建立在了解小徐经营环境的基础之上。

在常规情况下，小徐销售 1000 张、1250 张、1500 张和 3000 张的概率分别是 40%、10%、30%和 20%。由于开在大学附近，如果此时学校放暑假，学生纷纷离校，小徐的销售情况恐怕就很难理想。这个时候，也许情景 A 出现的概率就高达 75%，情景 B 和情景 C 出现的概率是 10%，而情景 D 出现的概率则跌倒了 5%。这两者情况下，小徐面临的哪种风险更大呢？来看表 5－3。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-3 小徐销量的概率

情景	销量	净利润	一般情况下的概率	学校放假时的概率
1	1000	－1000	40％	50％
2	1250	0	10％	20％
3	1500	1000	30％	20％
4	3000	7000	20％	10％

我们如何量化小徐的风险？

情况有点复杂。假如你是老板，肯定不愿意听手下絮絮叨叨地反复诉说情景 A 如何、情景 B 又如何，你希望你的下属用一个字清晰地告诉你，小徐的风险是高还是低。

这个字就是 σ，也就是标准差。一般情况下，小徐的净利润期望值是 1300，标准差是 772；由于受到学生放假离校的影响，小除的风险提高了。小徐的净利润期望值是 400，标准差为 497。由于期望值不一样，无法直接比较标准差，最简单的方法就是计算标准差的相对版——变异系数，即用标准差去除期望值。我们发现，一般情况下，小徐的业绩变异系数是 0.59；而在暑假期间，小徐的业绩变异系数是 1.24。也就是说，由于受到学生放假离校的影响，小徐的风险提高了。

风险的收益

既然我们已经决定用标准差或者变异系数，或者你发现的其他什么指标来衡量企业的风险，那么，剩下的最后一个问题便是：我们将为这一风险承担什么样的价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每一本与投资相关的书籍都会苦苦地教诲投资者，风险越高，投资者期望的回报率越高；反之亦然。这个说法很有道理，但它没有解决根本的疑惑：假设小徐的资本投入是 1 万元，那么小徐在一般情况下的资本收益率期望值为 13%，在学生放假离校的情况下的资本收益率期望值是 4%。

我们发现，在学校放假离校的情况下，小徐以 4%的期望资本收益率去承担变异系数 1.24 的风险；而在一般情况下，小徐则以 13%的期望资本收益率去承担变异系数 0.59 的风险。显然，如果风险是同等性质的，那么小徐在两种情况下付出的代价是不一致的。

我们可以用夏普比率来衡量这种代价：

夏普比率=(预期资本收益率－无风险利率)÷标准差或者变异系数

不考虑无风险利率，在学生放假离校的情况下，小徐每承受一单位的风险，可以获得 3.2%的资本收益；而在一般情况下，小徐每承受一单位的风险，可以获得 22%的资本收益。可见，在学生放假离校的情况下，风险的价格远高于一般情况下的风险的价格。

黑天鹅

我们都知道，如果要在有 80%的可能获得 10 元钱和只有 10%的可能获得 50 元钱之间选择，可能大多数人会选择前者；同样，如果要在有 80%的可能亏损 10 元钱和有 10%的可能亏损 50 元钱之间选择，可能大多数人也会更愿意选择前者。因为这更符合边际效用递减的规律和成本收益的权衡：80%的亏损概率，意味着这是一件很可能发生的事情；而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10%的概率,说明这件事发生的概率偏低。如果我们对两者都予以相同的关注,后者可能会造成资源浪费,而前者则有可能缺乏足够的资源。

但是,那些似乎发生可能性很小的事情,一旦发生便石破天惊,这就是传说中的“黑天鹅”。17 世纪之前的欧洲人认为天鹅都是白色的,那是因为他们都没有见过黑天鹅,天鹅就是白的就成了一件理所当然的事情。一直到人们在澳大利亚发现黑天鹅,欧洲人的想法才发生 180 度的大翻转。黑天鹅隐含了几个意义:其一,具有意外性,也就是说,按照正常的规则,其发生的概率很低,甚至为零;其二,一旦发生,它将产生重大的影响。

在正常的情况下,一个国家主权违约的概率是很低的,尤其是大国,但这样的事情确实发生了,而且对一家公司产生了致命的影响。

长期资本管理公司(LTCM)是一家由诺贝尔经济学奖得主和华尔街精英组建的对冲基金公司,它通过结合著名的期权定价模型、历史数据以及市场信息(就是我们经常说的理论结合实践),取得了巨大的收益。1996 年,LTCM 大量持有意大利、丹麦、希腊政府债券,而沽空德国债券,LTCM 模型预测:随着欧元的启动,上述国家的债券与德国债券的息差将缩减。市场表现与 LTMC 的预测惊人的一致,LTCM 由此获得了巨大的收益。LTCM 成立之初,其净资产不过 12.5 亿美元,短短三年之后的 1997 年,其净资产已经增长到 48 亿美元,1994 年至 1997 年的投资回报率分别是 28.5%、42.8%、40.8%、17%。

可惜的是,诺贝尔奖得主和华尔街精英们很快就碰上了“黑天鹅”。1998 年,LTCM 预测新兴市场利率将降低,而发达国家利率的走向却完全相反,于是大量买入新兴市场债券,同时抛空美国国债。出乎意料的是,1998 年 8 月,俄罗斯宣布卢布贬值,延迟三个月偿还外债,俄罗斯国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债大幅贬值并完全丧失流动性。也就是说，事实上俄罗斯已经违约。显然，这样低概率的事件不曾也不会被给予充分的关注，但是 LTCM 却因而在短短的 150 天内资产净值下降 90%，出现 43 亿美元巨额亏损，最后不得不被转卖他人。

LTCM 的故事也许已经比较久远，但在国内的金融行业，2013 年也碰到过一只新鲜热辣的“黑天鹅”。

2013 年 8 月 16 日，A 股市场突发极为罕见的离奇暴涨，沪指脉冲式急速拉升，短时间从 2074 点飙升至 2198.85 点，涨幅达到 5%，两分钟内的成交额高达 87 亿元，甚至连中国石油、中国石化、中国工商银行这样的超大盘股都涨停。大家都陷入了莫名其妙的“惊喜”当中：难道是政府出了什么巨大的利好消息，又或者今天 A 股“人品”大爆发？

不过真相只有一个，这都是光大证券闹出来的“黑天鹅”：光大证券自营的策略交易系统在 16 日 11 时 05 分 08 秒之后的 2 秒内，瞬间生成 26082 笔预期外的市价委托订单并直接发送至上交所，累计申报买入 234 亿元，实际成交 72.7 亿元。也就是说，这是计算机交易系统出错，并且缺少了审核程序——也有人说，是因为当时审核人员出去上厕所忘了锁屏，扫地大妈清洁的时候不小心按到了键盘。

这是多么低的概率！

于光大证券来说，这只“黑天鹅”让它尝到了苦果。一方面，证监会随后认定，没收光大证券非法所得 8721 万元，并对其处以 5 倍罚款，共计 5.2328 亿元；取消光大证券从事证券自营业务的资格（固定收益业务除外），暂停审批其新业务；责令光大证券整改并处分有关责任人员，整改无期限。另一方面，光大证券还有可能面临投资者的诉讼。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第6章

财报是一面“照妖镜”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新大地的故事

2012 年，在广东新大地生物科技股份有限公司过关斩将、成功过会，即将成为“茶油第一股”的时候，《每日经济新闻》却披露了一封举报信，随后，《每日经济新闻》从毛利率、产能规模、营销渠道、成本、收入等方面对广东新大地生物科技股份有限公司提出了质疑。

首先，毛利率方面。新大地 2009—2011 年的毛利率分别是 60.66%、43.50%和 36.19%，而同期行业的平均毛利率则只有 20%～25%。

其次，销售价格方面。按照其招股说明书，新大地所有产品均由厂家统一定价，经销商可享受 40%的利润(即经销商按统一零售价的 6 折提货)，因此经销商的茶油产品提货价格可低至 16.40 元/500 毫升，但其招股说明书披露的 2011 年度精炼茶油销售单价为 52684 元/吨，按照 0.915 克/毫升的密度折算，每吨茶油约为 1092.90 升，对应的销售单价约为 24.10 元/500 毫升，这比上述 16.40 元/500 毫升的经销商提货价格高出近 50%。

最后，新大地公司有成本倒挂的嫌疑。2011 年，新大地公司的油茶籽采购价格为 8573 元/吨，按照油茶籽两道工序 24%的出油率保守估

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

算，当年油茶籽提取毛油的直接材料成本高达35721元/吨。而根据新大地公司的招股说明书，其精炼茶油2011年的销售单价为52684元/吨，按照其2011年36.19%的毛利率计算，营业成本为33618元/吨，这一成本已经低于油茶籽的采购成本，更不用说，营业成本还包括制造成本等费用。

媒体的质疑还远不止这些，新大地的招股说明书似乎被媒体打成了筛子，漏洞无数，也引起了中国证监会的注意，随后证监会的立案调查说明了这一点。

2013年5月31日，证监会公布的新大地IPO造假案件处罚结果显示，新大地通过资金循环、虚构销售业务、虚构固定资产等手段，2011年虚增利润2042.36万元，占当年利润的48.52%；2010年虚增利润305.82万元，占当年利润的11.52%；2009年虚增利润280万元，占当年利润的16.53%。

证监会的处罚还披露了新大地的造假手段。

首先，虚增收入，并由此达到最终虚增利润的目的。新大地2011年财务账册多记向梅州市梅江区风火综合商行、平远县健记土特产、平远县通汇自选商场、五华县春晖燃气发展有限公司县城总经销4家客户的商品销售，多记部分的销售回款资金来源于新大地或其控制使用的公司及个人银行账户，共计虚增2011年营业收入850544.3元，虚增营业成本529016.74元，虚增利润321527.56元。

新大地虚增收入有两个特点：其一是通过体外循环，增强了虚增收入的可信度。新大地虚增收入的方式有较高的“技术含量”，它不是简单的虚构合同，而是先将资金注入其实际控制的银行账户(表面上，这些账

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

户并非以新大地名义开立，也就是说，形式上是独立于新大地的，通过将资金从体内剥离至体外，可以最大幅度地增强交易的真实性和可信度)，经过提现最大可能阻断追查痕迹，再通过现金回款来确认收入。其二，新大地虚增收入建立在真实客户的基础之上，且单个客户虚增的收入并不多。上述 4 家客户，平均下来每家虚增的收入还不到 22 万元，通过小额多次的虚增交易，增强了隐蔽性。上述两个特征说明新大地在造假手段上可谓用心良苦。

其次，虚构固定资产。新大地 2009 年至 2011 年以支付工程款的名义划款至平远二轻建，由此形成在建工程，并最终将其计入固定资产项下，而平远二轻建并未为其实施工程建造，由此，新大地 2009 年虚增固定资产 227.68 万元，2010 年虚增固定资产 648.73 万元，2011 年虚增固定资产 264.5 万元。

虚构固定资产实际上不过是为了掩人耳目，既然平远二轻建并未实际进行工程建造，新大地自然不会无缘无故将这么多资金汇入该公司账户。实际上，资金在平远二轻建账户上不过是打了个滚，马上就通过各种途径，以销售回款的名义回到了新大地，自然，销售收入增加了。

可见，新大地造假的核心思路是通过资金的流动营造销售回款的假象。如果资金只是在新大地内部流转，那自然是无法达到虚增收入的目的，因此，新大地必须努力让资金流出体外，看起来已经不是自己的，然后再回到自己的体内，从而使销售收入有所提升。这里有一个关键问题需要新大地解决：新大地必须能控制流出去的资金，尽管这些资金在表面上已经不是自己的，这只能靠隐蔽的关联账户来实现，关联账户越多，绕得越远，资金就越难以追踪，越能成为"真正"的销售回款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新大地的造假手段技术含量较高，而且在造假的时候已经考虑到“反审计”的需要，新大地的管理层确实是殚精竭虑。可问题在于，即使新大地费尽心思，一个谎言却需要一千个谎言去弥补，没有办法做到完美，以至于招股说明书出现了诸多矛盾之处，从而招致了媒体的质疑。其实，只要是一个会分析的人，拿到新大地的招股书，认真分析比对一番，就不难发现其中的问题。

新大地并不是个案，日光之下并无新事。根据不完全的统计，A 股 2010 年共有 347 只新股上市，其中有 81 只新股上市之后的首份财报宣布业绩开始下滑，业绩变脸比例为 23.34%；2011 年共有 282 只新股上市，其中 75 只新股上市后首份财报宣布业绩下滑，业绩变脸比例为 26.60%；2012 年受限于市场持续低迷，上市新股的数量缩水过半，但问题 IPO 的比例却不降反增，128 只上市新股中有 56 家公司前三个季度业绩下滑，占比高达 43.75%。

财务分析的目标是寻找有竞争力的企业，这种寻找的过程也包括剔除那些舞弊的坏角色，不要一见到收入持续增长的企业就认为是成长股，一见到盈利能力强劲的就以为是现金奶牛。这就像在妖孽横行的取经路上，不能像唐僧一样见佛就叩头、遇寺就烧香，必须得有一双火眼金睛，才能识别真伪。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

舞弊三角“神器”

企业要造假或者舞弊，必须具备两个要件：一是主观的动机，二是客观上能被允许。

主观的动机，即企业管理层或者老板希望通过造假来获得“经济”上的好处，不然不会无缘无故去造假。比如说，如果 IPO 成功，新大地的老板就将获得无上的财富，这种激励足以让他产生一定要成功 IPO 的愿望，但是企业的真实业绩可能无法满足 IPO 的条件，于是就有了造假的动机。

客观上能被允许是指，企业老板想要通过舞弊来达到 IPO 的要求，但是如果客观条件不允许，比如企业的外部审计很靠谱，或者请的券商勤勉尽责，那也许老板只能有心无力，没办法造假。

在新大地的 IPO 造假案中，中介机构几乎为新大地造假“创造”了“良好环境”。证监会的处罚认定：审计机构大华所在新大地 IPO 项目审计过程中，未保持适当的职业审慎，未勤勉尽责，实施必要的审计程序，未取得充分适当的审计证据，其所出具的审计报告、专项说明、核查意见等文件存在虚假记载；发行保荐机构南京证券在新大地 IPO 项目工作中，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

未执行充分适当的尽职调查工作程序，没有保持足够的职业谨慎，未对相关事项真实性进行审慎核查，出具了含有虚假记载的发行保荐书及核查报告等文件；法律服务机构大成所未按行业执业标准履行勤勉尽责义务，出具法律意见时未审慎尽责，其所出具的文件有虚假记载。

会计师事务所、律师事务所、券商原本是应该帮助和监督新大地的IPO进程，但实际上，却反过来成了新大地IPO造假的帮凶，以自身的职业声誉为新大地IPO造假“背书”。

企业造假的花样很多，但造价背后无非就是主观意愿和客观条件的结合。美国注册舞弊审核师协会（ACFE）创始人、现任美国会计学会会长史蒂文·阿伯雷齐特（W. Steve Albrecht）针对企业造假，概括出了舞弊三角理论，该理论说明了管理层行为的根本原因和外在条件，如图6－1所示。

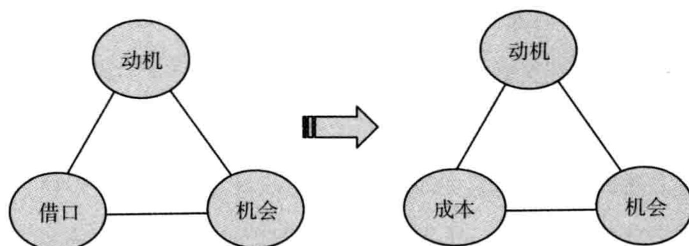


图6－1 舞弊三角理论

所谓动机，也就是企业管理层造假的主观意愿。企业管理层造假的原因有很多，要么是迫于业绩压力，要么是想输送利益。在资本市场上，一个上市公司越吸引投资者的目光，就越容易受人追捧，也会引起越多券商及分析机构的追踪。这些券商或者分析机构会定期给出业绩预测，如果上市公司的业绩没能达到预期，股价便会下跌，管理层就会承担很大的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

压力，因此，也就有了进行盈余管理或者舞弊的动机。

借口，在史蒂文·阿伯雷齐特的框架里，是指管理层必须为其舞弊行为寻找一个合理的理由。借口似乎与动机有很大的相关性，或许从更广泛的层面来看，动机其实可以包容借口。1998 年，褚时健已经将原本默默无名的玉溪卷烟厂打造成了世界第五大烟草企业的云南红塔烟草集团，该集团每年创造的利税达 200 亿元以上，占到云南财政收入的 60%，旗下的“红塔山”品牌价值一度高达 353 亿元，在中国所有品牌中位居榜首。褚时健对自己贡献与收入之间的落差一直耿耿于怀。1990 年，当选“全国优秀企业家”的他对记者抱怨说：“上级规定企业厂长可拿工人奖励的 1～3 倍，但实际上，我们厂的领导层一直只拿工人奖励的平均数。”每给国家创造 14 万元利税，他自己只拿到 1 元钱的回报，正是这种“合理”的借口最终让他晚节不保：“1995 年 7 月，新的总裁要来接任我，但没有明确谁来接替。我想，新总裁接任之后，我就得把签字权交出去了。我也辛苦了一辈子，不能就这样交签字权，我得为自己的将来想想，不能白苦。所以我决定私分了 300 多万美元，还对身边的人说，够了！这辈子都吃不完了。”

机会是将管理层的动机——也就是企图——转化为行动的必要条件。具体是指，客观条件的支持，比如股东设置的内部控制机制匮乏、外部审计缺乏监督等。如果股东在企业内部建立了强大的监督网络，如果外部审计有很强的职业道德观念和专业技能水平，管理层就需要考虑一下造假成功的可能性了。

三角理论形象深刻，但它却忽略了一个很重要的因素，那就是成本。成本包括两个方面的内容：一方面是进行舞弊的成本，这一成本可以在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“机会”中得到解释；另一方面则是舞弊被发现后受到惩罚的成本，也就是我们常说的违规成本，这是“成本”指向的重点。如果舞弊惩处高到了让违规人倾家荡产的地步，违规成本自然有很强的震慑威力；反过来，如果违规成本很低，对违规人来说不过隔靴搔痒，那几乎可以认为违规成本是在反向“激励”舞弊。

以万福生科为例。在 IPO 时，其 2008 年至 2010 年间分别虚增销售收入 1.2 亿元、1.5 亿元以及 1.9 亿元，虚增营业利润 2851 万元、3857 万元以及 4590 万元；在上市之后的 2011 年及 2012 上半年，分别虚增销售收入 2.8 亿元和 1.65 亿元，虚增营业利润 6635 万元和 3435 万元……简直就是虚增无止境。

但万福生科违规的成本却非常低廉：万福生科被罚 30 万元，公司涉案的 20 人被罚 345 万元，公司董事长龚永福以及原财务总监覃学军二人终身禁入证券市场。

对于帮助造假的中介机构，违规成本也非常低。证监会《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》的规定：发行人、中介机构报送的发行申请文件及相关法律文书涉嫌虚假记载、误导性陈述或重大遗漏的，移交稽查部门查处；被稽查立案的，暂停受理相关中介机构的发行申请；查证属实的，自确认之日起 36 个月内不再受理该发行人的股票发行申请，并依法追究中介机构及相关当事人责任。

但投资者想要利用法律手段保障自己的合法权益，却往往没有有效的手段。如果投资者不提起诉讼，法院自然不会受理；如果投资者向法院提起诉讼，那他将无疑面临极大的诉讼成本。这样的诉讼体制将无疑是对造假舞弊者的另一重“保护机制”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国的情况全然不同。美国奉行“一人胜诉,大家享福”的集体诉讼体制,只要其中一个投资者胜诉,其他投资者也就可以跟着获赔。1998年的美国山登公司(Cendant Corp.)就因证券欺诈赔偿了投资者31.85亿美元;国泰航空(00293,HK)也在2014年2月12日称,公司与其他几家航空公司在美国遭遇了一项反垄断集体民事诉讼,并为此支付了5亿港元。这种滚雪球似的赔偿方式,对上市公司而言有很强的震慑力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合法的犯罪：盈余管理

作为理性的经济人和对企业信息最为了解的内部人，管理层为了使企业的业绩更加“漂亮”，会综合权衡内外部条件，作出自己的选择。当然，这种选择不一定是舞弊，也有可能是盈余管理。

盈余管理是指为了达成某种财务报告的结果而刻意选择会计政策或者业务调整手段。

企业的财务报告都是根据会计准则编制的，而会计准则并没有规定所有企业在任何时候都只能用一种会计政策，也就是说，管理层有会计政策的选择权。这种选择权体现了管理层的意志，他们必定会选择使其效用最大化或使企业的市场价值最大化的会计政策。比如企业实行了股权激励政策，管理层行权的关键条件是使每股盈余达到某一条件，那么管理层就会选择一种最能确保每股盈余达到该条件的会计政策。不同的会计政策，会对企业的财务报告产生不同的影响。

通过业务调整进行盈余管理则比选择会计政策更加隐蔽。

盈余管理有以下几个基本特点：

其一，盈余管理是管理层才能做的事情。这是因为，企业的财务信息

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都掌握在管理层手中，管理层是掌握最多企业信息的人，甚至比股东了解得还要多。正是由于信息不对称，管理层才有了盈余管理的条件或者机会。

其二，管理层出于自身的利益动机进行盈余管理，比如为了使自身业绩能满足股权激励的条件。截至 2011 年上半年，昆仑能源授出及尚未行使的期权股份数为 1.576 亿股，占公司发行股本的 3.18%。其中一批 2007 年 1 月 8 日授出的 8000 万份管理层激励期权，于 2012 年 1 月 7 日到期，该批期权的行使价为 4.186 港元。在股权激励到期时，昆仑能源果然获得了母公司注资，其业绩和股权激励实现了“完美匹配”。以 2011 年 12 月 12 日 10.06 港元收市价测算，公司主席李华林、执行董事张博闻、执行董事兼高级副总裁成城将分别获益 1.47 亿港元、1.17 亿港元和 5874 万港元。

其三，盈余管理合法。盈余管理的各种措施都是在法律法规的允许下进行的，法规给予了管理层选择权，管理层因此根据自身利益进行选择。如果是业务调整层次的盈余管理，更是在法律法规允许的“游戏规则”之下完成的。否则就是舞弊，而不是盈余管理。

由于现金流量表涉及真正的现金流，很难操控，即使操控成本也较高，而资产负债表则通常作为分析的基础而存在，因此，大家更为关注的是利润表——相较于企业拥有什么，大家更喜欢看到企业当年赚了什么。

企业管理层进行盈余管理的目标通常也是利润表中的项目，如收入增长、每股盈余指标等可量化的业绩指标。因此，无论是选择会计政策还是进行业务调整，其最终目标都是为了影响收入、费用、盈余。而且由于三者之间具有联动关系，三者中的任何一个发生变化，都会对其余两项产生重大影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“专业判断”下的会计政策

会计政策选择是盈余管理的基本技能，通过资产减值、存货计价、股权投资核算等方法都可以进行盈余管理，其中资产减值又是相对来说比较“多快好省”的盈余管理方法。

2013 年 11 月 28 日，宇通客车发布公告称，公司收回其他应收款 8 亿元，需转回对该款项累计计提的减值损失 2.6 亿元，相应增加当期利润。这笔高达 8 亿元的其他应收款又是怎么来的，怎么计提了 2.6 亿元的减值损失的呢？

故事是这样的。2010 年 4 月至 2011 年 3 月，宇通客车向郑州市管城区财政局及宇通汽车产业园建设指挥部预付 8 亿元，用于支付项目选址用地的土地拆迁补偿。但在项目进展过程中，因政府土地规划调整，原项目所在地将不再作为工业用地，宇通客车公司遂停止“增加年产 2 万辆客车技术改造项目”的实施。2012 年宇通客车将前述 8 亿元款项从预付账款转入其他应收款，并累计计提了 2.6 亿元的减值损失。

一切似乎合乎常理，但是，这只是表面现象。

宇通客车于 2012 年 5 月推出了股权激励计划，计划规定，2013 年至 2015 年每年 7 月都将解锁一批限售股。其中，2013 年的解锁条件为：以 2011 年为基准年，2013 年营业收入和净利润增长率都不得低于 30%，即销售收入和净利润要分别不低于 220 亿元和 15.4 亿元。但是管理层的运气不怎么好，2013 年前三个季度，宇通客车的收入为 136.69 亿元，净利润为 9.03 亿元，以这样的速度，2013 年无论如何也没有办法解锁限售

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股。但是，困难再多，也难不住管理层。管理层眉头一皱，计上心来，将其他应收款计提的 2.6 亿元减值损失冲回，一下子就将净利润指标增厚了不少。

这就是会计政策选择的威力。

我们来看下，什么情况下企业可以给应收账款减值。会计准则规定，在满足以下条件之一时可以计提减值损失：第一，债务人发生严重的财务困难；第二，债务人违反了合同条款，如偿付利息或本金时发生违约或逾期等；第三，债权人出于经济或法律等方面因素的考虑，对发生财务困难的债务人作出让步；第四，债务人很可能倒闭或进行其他财务重组；第五，无法辨认一组金融资产中的某项资产的现金流量是否已经减少，但根据公开的数据对其进行总体评价后发现，该组金融资产的现金流量确已减少且可计量，如该组金融资产的债务人支付能力逐步恶化，或债务人所在国家或地区失业率提高、担保物在其所在地区的价格明显下降、所处行业不景气等；第六，债务人所处的技术、市场、经济或法律环境等发生重大不利变化，使债权人可能无法收回全部债权；第七，其他表明应收账款发生减值的客观证据。

宇通客车的会计政策是：将单项金额超过 500 万元的应收账款或单项金额超过 100 万元的其他应收款确认为单项金额重大的应收款项，并单独按上述规定对其进行减值测试，按预计未来现金流量现值低于其账面价值的差额计提坏账准备，计入当期损益；单独测试未发生减值的应收款项，将其归入相应组合计提坏账准备，组合计提坏账准备的比例如表 6－1所示：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6-1 宇通客车组合计提坏账准备的比例

账龄	应收账款计提比例(%)	其他应收款计提比例(%)
1 年以内(含 1 年)	5	5
1～2 年	10	10
2～3 年	20	20
3～4 年	40	40
4～5	60	60
5 年以上	100	100

截至 2013 年 6 月 30 日，宇通客车支付给郑州市财政部门的 5 亿元账龄为 3～4 年，支付给郑州市宇通汽车产业园建设指挥部的 3 亿元账龄为 2～3 年，以此计算，合计计提了 2.6 亿元的减值损失。

实际上，这一笔 8 亿元的巨款有没有可能存在减值损失呢？一方面，宇通客车这笔其他应收款并不满足上述 7 条可以计提减值损失的规定；另一方面，对于单项金额如此之大的其他应收款，既然单独测试未发现减值，却又将其合并归入相应组合计提坏账准备，这是明显的自相矛盾。

但是，不管是上述 7 条规定，还是计提减值损失的比例，都没有一个量化的标准，只能依靠财务人员这样的专业人士的专业判断。既然是专业判断，就是一种主观判断，就有可能受到各种影响。于是，原本不符合条件的，就可能符合条件了；原本不需要那么高比例的，但比例却高了。最后达到一举数得的目的。

宇通客车的例子说明，在需要专业判断的时候，不管是选择不同的会计政策，还是进行不同的会计估计，就有可能发生巨大的“盈余管理”空间；但同时也说明，这种盈余管理只是将“盈余”在不同的空间或者时间上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进行重新分配，长期来看，并不会无中生有。

业务调整

会计政策和会计估计毕竟只是纸面上的游戏，一项资产放在那里，从物理属性上来说，减值或者不减值，估计多一点或者估计少一点，它都在那里。虽然账面上的数字可以根据管理层的主观意愿变动，但这种变动有其难以突破的瓶颈，正如一辆车不可能变成一架飞机，一架飞机也不可能无缘无故地消失。因此，在会计政策选择的基础上，盈余管理有了更高级的版本——业务调整。

业务调整是指在业务层面上，提前进行估算，根据自身需要进行分拆、合并、重组、转换……

业务调整的好处在于，这都是真实的业务，只不过按照人为的意愿进行了调整，从会计上来说，如果再进行相应的盈余管理，那就是锦上添花。

中石油 2011 年的财务报告显示，中石油 2011 年全年营收 20038.43 亿元，称得上是日进斗金，但炼油分部却亏损了 618 亿元，日均亏损 1.69 亿元。为此，中石油打着政策补贴的旗号向国家发改委申请上调油价，并且连续数年向政府申请补贴。2009 年至 2012 年，中石油因此获得的政府补助分别为 11 亿元、15.99 亿元、67.34 亿元和 94 亿元，短短 4 年，增长了近 9 倍。

在一般人的想象里，由于其垄断性和战略性地位，石油企业一向非富即贵。可中石油却在炼油项目上亏得一塌糊涂，颇有些出乎常理，值得好好研究一番。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究从横向比较开始。

中石油与中石化号称石化双雄，从业务上来说，是最适合进行比较的企业。2011年中石化的原油加工量为2.17亿吨(进口原油1.71亿吨)，炼油业务亏损376亿元；2011年中石油的原油加工量为1.33亿吨(进口原油0.72亿吨)，炼油业务亏损618亿元。这样一组数据体现了中石化和中石油的差异，即中石油的炼油自给能力远高于中石化——2011年，中石油的原油加工自给率是45.86%，中石化的原油加工自给率是21.20%。这也符合我们的预估：中石油在行业上游拥有优势，中石化则在行业下游拥有优势。但是，自给率的比较凸显了中石油亏损金额的异常，在自给率大幅超过中石化的情况下，炼油业务的亏损却比中石化高出64.36%。

中石油将其归于国际原油市场价格的居高不下。国际原油市场价格居高不下，确实是事实，如图6-2所示，2011年北海布伦特原油均价为111.27美元/桶，同比上涨31.80美元/桶，涨幅约40%，创1859年世界工业诞生以来涨幅最高纪录。但中石化和中石油处于相同的市场，且中



图6-2 2008—2011年国际原油价格走势图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

石化的原油进口量远高于中石油，那么中石化应该亏得更多，但事实显然并非如此。

真相永远需要挖掘。

2011 年，中石油自采原油 1.2 亿吨，炼油 1.33 亿吨，但除此之外，还进口原油 0.72 亿吨——这是关键数字。自采和进口原油总量为 1.92 亿吨，比炼油部分多了 0.59 亿吨，这一部分原油去哪儿了？

事情的真相是，这 0.59 亿吨原油被卖到国外去了。

为什么中石油炼油不用自己开采的石油，却要用进口的高价油？

一方面，其自身的采油成本较低，2011 年，其开采成本约为 40 美元/桶，而石油 2011 年的平均售价则为 104 美元/桶，我们不清楚中石油在勘探分部和炼油分部之间的转移价格，但必然介于 40～104 美元/桶之间，这么宽阔的空间，足以让中石油将利润在两者之间进行重新分配。假如中石油勘探分部也将自采石油销售给中石化，售价为每桶 70 美元，我们可以将这一价格视为公允的市场价格，那么如果中石油勘探分部转移给炼油分部的价格高于 70 美元/桶，其超过部分即是将利润由炼油分部转移至勘探分部。这种转移很隐秘，并且看起来很自然。

另一方面，由于国际市场的油价高于国内价格，中石油在国际市场卖的原油越多，赚的就越多，而在国内市场，又可以人为地制造油荒，以给自身提供足够的涨价理由。

业务层面的盈余管理需要管理层和财务人员拥有更加广阔的视野，它的效果比会计政策、会计估计层次上的盈余管理更好、更不露痕迹。但是，无论何种形式的盈余管理都必须在“游戏规则”之下进行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

舞弊和“补丁”

如果说盈余管理还只是聪明人的“擦边球游戏”，那么舞弊就是“笨蛋”的铤而走险。在某种意义上，盈余管理和舞弊往往具有相同的动机，如为了平滑业绩、达到某种业绩等，但在程度上，舞弊远比盈余管理更猛烈。如果说盈余管理是“搭积木”，它将现有的业务、会计策略进行重新组合，是一场真正的“游戏”，那舞弊就有点“空手套白狼”的味道，它寄望于将虚无的东西变成真实的东西。如果说盈余管理是帮小姑娘“梳妆打扮”，使其能赢得投资者的“芳心”，那舞弊就是干脆给小姑娘整容造假，使其能假扮白富美、嫁入豪门。

2012 年 6 月 20 日，香港高等法院责令洪良国际向在 IPO 中认购或在二手市场上买入其股票的投资者进行回购，回购价为洪良国际 2010 年 3 月 30 日的停牌价，即每股 2.06 港元。洪良国际因此将其在 2010 年 IPO 时筹集的资金 9.97 亿港元全数吐出，实际付出达 10.3 亿港元。另外，洪良国际的保荐人兆丰资本也遭到香港证券史上最严厉的处罚，香港证监会认定其存在重大过失，于 2012 年 4 月宣布撤销兆丰资本牌照并对其罚款 4200 万港元。2013 年 9 月 23 日，因 IPO 造假而停牌近三年半的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

洪良国际退市。

2010 年 3 月 30 日，刚刚上市三个月的洪良国际被要求停牌，原因是香港证监会怀疑其 IPO 时的招股说明书存在重大的虚假或误导性数据，投资者可能基于这些数据而认购股份。实际上，洪良国际确实造假了：其一，虚增收入——2006 年至 2008 年，洪良国际分别虚增收入 3.81 亿元、7.09 亿元和 9.75 亿元，分别夸大了实际值的 58.35%、76.07% 和 76.95%，且虚构的数值和比例都在逐年扩大；其二，虚增利润——2006 年至 2008 年，洪良国际分别虚增税前净利润 1.02 亿元、1.85 亿元和 2.98 亿元；其三，虚增现金及现金等价物——2007 年至 2009 年 6 月 30 日，洪良国际分三次虚构了银行现金结余 0.73 亿元、1.68 亿元和 2.06 亿元，如表 6－2 所示。

表 6－2　洪良国际 2006—2008 年造假情况表（金额单位：亿元）

2006 年	招股书值	实际值	虚增值	虚增比例
销售收入	10.34	6.53	3.81	58.35%
税前利润	2.18	1.16	1.02	87.93%
2007 年	**招股书值**	**实际值**	**虚增值**	**虚增比例**
销售收入	16.41	9.32	7.09	76.07%
税前利润	3.8	1.95	1.85	94.87%
2008 年	**招股书值**	**实际值**	**虚增值**	**虚增比例**
销售收入	22.42	12.67	9.75	76.95%
税前利润	6.07	3.09	2.98	96.44%

洪良国际造假被发现是由于其审计师的内部举报，但实际上，洪良国际的财务数据也体现出了异常。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其一，销售收入和税前利润异动。在2008年这样一个全球经济发展的艰难时刻，洪良国际虚增后的销售收入却从2006年的10.34亿元增长至2008年的22.42亿元，销售收入的虚增比例每年都近70%，洪良国际实在是胆大包天。与销售收入相比，税前利润的虚增更是骇人听闻。2006年至2008年，税前利润的虚增比例分别为87.93%、94.87%和96.44%，几乎相当于洪良国际真实的税前利润的翻倍。

其二，利润率异动。洪良国际的主要业务是化纤类针织布料的生产，该行业市场竞争激烈，毛利较低，而洪良国际2006年至2008年虚增后的利润率却分别达到了21.08%、23.16%和27.07%——一直保持高位且逐年提高。实际上，剔除虚增部分的影响，洪良国际2006—2008年的利润率分别为17.76%、20.92%和24.39%，每年虚增近3个百分点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“照妖镜”案例分析

不管是盈余管理还是舞弊，都在舞弊三角理论的框架之内进行：“动机”催化，衡量“成本”，借助“机会”，最终实现。

有罪推定

在刑事审判的时候，无罪推定是一个重要的原则——也就是说，在未经审判证明嫌疑人有罪之前，优先推定其无罪——这可以避免本身无罪的嫌疑人被冤枉定罪。但财务分析的目的是判断一家企业的好坏，我们判断错了，不过是错过了一家好企业；但如果误信了一家坏企业，因为自己的错误分析而遭遇“黑天鹅”，那就是跟自己过不去。

因此，我们在对企业进行财务分析的时候，也许更应该采用“有罪推定”的方式，尤其是当企业的管理层存在盈余管理或者舞弊的动机的时候。

什么时候管理层会存在这样的动机呢？一种情况是公司层面的舞弊——拟上市公司为了能够顺利 IPO 舞弊，已上市公司为了增发等融资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

舞弊，已上市公司为了提高市值而舞弊，已亏损的上市公司为了保住上市的“壳”而舞弊；另一种情况则是管理层面的舞弊——在进行股权激励的企业中，如果企业的真实业绩没有达到行权条件，管理层预期损失巨大，也就有了足够的动机进行舞弊。

两种情况的例子均屡见不鲜。

2012年2月1日，山西天能科技股份有限公司招股说明书（申报稿）在证监会网站上预先披露，招股书显示，天能科技是一家集科研、开发、制造、销售为一体的大型太阳能光伏高新技术企业，专业从事半导体材料、单晶硅制造、单晶硅切割、太阳能光伏电池、组件，以及太阳能照明、太阳能电站等应用领域的研发、设计、生产、销售及安装服务。看起来，这是一家“科技味道”很足的拟上市企业，但它却引起了媒体的质疑，并在之后引发了证监会的调查。证监会的调查认定：天能科技招股说明书中存在虚增2011年1—9月营业收入和利润的事实，虚增收入85641025.64元，虚增成本47489057.48元，虚增当期利润38151968.16元，占当期利润总额53.18%。

天能科技为何虚增收入和当期利润呢？其目的不外乎是顺利在中小板IPO。

在中小板上市的企业必须满足以下条件：最近三年连续盈利且最近三年累计净利润不低于人民币3000万元，净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据；最近三年经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币5000万元，或者最近三个会计年度的营业收入累计超过人民币3亿元；发行前股本总额不少于人民币3000万元；最近一期无形资产（扣除土地使用权、水面养殖权和采矿权等后）占净资产的比例不高于20%；最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

近一期不存在未弥补亏损；对税收优惠不存在严重依赖；没有重大偿债风险；没有重大或有事项风险；持续盈利能力的要求。也就是说，为了给证监会发审委留下一个好印象，拟上市企业必须要提交一份亮丽的“业绩单”，展现自己持续盈利的能力。

根据其招股书，天能科技原本计划招股 3700 万股，募集资金 2.8 亿元。但天能科技 2011 年 1—9 月的实际利润仅为 2010 年的 82.89%，以此推算，2011 年的利润最多也就只是轻微增长，天能科技显然无法体现出自身的“持续盈利能力”。因此，为了顺利闯关，天能科技选择了虚增收入和利润，虚增的利润达到了 3815.20 万元，如表 6－3 所示。

表 6－3　天能科技 2008 年至 2009 年 9 月利润情况　（招股书，金额单位：万元）

项　目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1—9 月
利润	1092.71	2404.21	4051.43	7173.58
利润增速		120.02%	68.51%	77.06%

因此，在面临融资或者股权激励行权这样的关键时间窗口时，我们必须擦亮自己的眼睛，宁可有罪推定，也不可轻信于人，这是我们发现坏企业的基本原则。

变更会计估计

上市公司进行会计政策选择、会计估计变更时往往理由十足，但这反而是在提醒我们，必须考察它的理由是否充分和正常。

招商轮船 2013 年的年报显示，2013 年招商轮船实现营业收入 25.67

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亿元，同比下降10.55%，归属于上市公司股东的净利润为−21.84亿元。事实上，招商轮船2013年前三个季度仅亏损2.01亿元，第四季度则突击亏损了19.83亿元，而第四季度亏损的直接原因则是招商轮船对19艘油轮资产进行了19.75亿元的巨额减值计提。

对此，官方的解释如下：截至2013年12月31日，公司油轮资产出现了明显的减值迹象，且在可以预见的将来出现大幅回升的概率非常小。本公司聘请中通诚资产评估有限公司对公司19艘油轮资产的预计可回收金额进行测算，结果如下：三艘20岁以上老龄VLCC因基本失去持续经营能力，预计可回收金额按照拆船价格测算；16艘油轮按照市场法和收益法分别估值，按照孰高原则确定预计可回收金额。

这样巨额的会计估计变化，过于“突然”，让人不得不以“洗个大澡”的阴谋论来揣测招商轮船的管理层。

“洗个大澡”是一种经典的通过会计政策和估计进行盈余管理的操作手法，这一手法的命名来源于郎咸平对科龙电器所作的财务分析。2001年，顾雏军控股的顺德格林柯尔公司收购了时为中国冰箱产业四巨头之一的广东科龙电器，随后，在《福布斯》杂志2001年中国富豪榜上，顾雏军赫然位居第20名。根据郎咸平的分析，顾雏军对科龙电器采用了“洗个大澡”的操作手法。2001年年底，针对容声集团对ST科龙的8.6亿元的欠款，出于稳健性原则，ST科龙按20%的比例提取了应收账款准备金，金额高达1.72亿元，一次性“亏”了个够。从1999年到2002年，科龙电器的主营业务收入分别是56.2亿元、38.7亿元、47.2亿元、48.8亿元，而同期的主营业务利润分别为17.74亿元、6.19亿元、7.66亿元、10.25亿元，净利润分别是6.85亿、−4.71亿、−12.3亿和1亿，2002年是扭

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亏为盈的关键之年。通过深入挖掘，郎咸平发现，在 2001 年，科龙电器的费用急剧攀升，而之后的 2002 年费用却锐减，其中的秘密在于，在 2002 年，科龙公司坏账准备转回约 0.5 亿元，存货减值准备转回约 2.12 亿元，冲回广告费 0.79 亿元，维修费拨备[①]相对 2001 年度减少计提约 0.5 亿元，合计约 3.9 亿元。如果剔除上述减值转回的影响，科龙 2002 年依然亏损。此外，科龙 1998 年、1999 年、2000 年的平均费用比为 24%，2001 年的费用比则明显偏高，2002 年则又显著偏低。这样的证据足以说明，科龙在 2001 年即已预谋通过变更会计估计来实现扭亏为盈。

匹配资产负债表项目和利润表项目

对于企业而言，在资产、负债和权益之间，收入和费用之间，都存在一种奇妙的匹配。这种匹配没有固定的比例标准，不同企业之间也是千差万别，但总会有一个基本的“谱”。比如说，软件行业的毛利率普遍较高，由于固定成本和边际成本很低，所以只要企业开发出的产品占有了一定的市场，软件企业多卖一套就能多赚一套的钱。又比如说，硬件制造行业企业的毛利率则明显较低，这一来是因为受到高昂固定资产的“拖累”，二来是受制于原材料等要素，硬件制造行业的边际变动成本较多，三来在电子产品行业，硬件生产早已标准化，企业面临的竞争强度大，价格只有跌没有涨，这进一步缩减了毛利率的空间。

也就是说，资产负债表和利润表的匹配反映了整个行业的市场结构

① 维修费拨备：根据企业的经营状况进行预测，为设备维修计提的费用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和竞争态势。如果我们发现一家企业的这种匹配与同行竞争对手的匹配存在显著差异，要么是一件值得恭喜的事——发现了未来的明星企业，要么就是一件伤感的事——又碰到了一个造假的。

当然，每个企业自身的商业模式也很重要，同一行业内不同企业之间的匹配一定存在差异，但相信不会相差太大。

一方面，iPhone 系列手机的定价一直保持在 5000 元左右，另一方面，其出货量在 2013 年高达 1.53 亿部，巨大的规模又让其拥有了采购优势，从而降低了成本，以上两点致使该系列手机的毛利率高达 50%。苹果公司也因此成为一部货真价实的印钞机，到了 2014 年 4 月，苹果公司手中的现金金额高达 950 亿英镑，是英国国库现金存量的两倍。国产联想手机的定价最高也不过 3000 元，还有大量款型仅售数百元，出货量也不如 iPhone，毛利率也就仅有 12%。不得不说，企业和企业之间还是有差距的。

2012 年 3 月，陕西秦宝牧业股份有限公司向证监会提交了 IPO 招股书，招股书显示，秦宝牧业是集秦川牛良种繁育、标准化育肥、规模化屠宰加工及餐饮连锁为一体的现代化龙头企业，是农业产业化国家级重点龙头企业，2009 至 2011 年的净资产收益率分别是 21.5%、26.73%和 29.08%。

看起来秦宝牧业是个相当赚钱的企业，可只要仔细查阅其招股书，就会发现一些不太匹配的地方。该公司招股书显示，2009 年秦宝雪花牛肉毛利率为 19.83%，2010 年上述毛利率飙升至 55.05%，2011 年这一毛利率水平已达到惊人的 64.87%。按常理，同一款产品的价格不太可能突然飙升，那就只有降低成本了，但这似乎不大可能：通货膨胀来势汹汹，人工在涨，材料也在涨，秦宝牧业想要降低成本想必不大可能。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么秦宝牧业毛利率飙升的秘密在哪里呢？

其招股书显示，分摊至 2011 年当期出栏[①]秦宝牛育肥过程耗用的饲料成本为 1377.92 万元，当年公司秦宝牛出栏量为 2825 头，以此计算，每头牛在育肥期间的饲料成本为 4877 元。育肥期是 18～22 个月，若取中位数 20 个月，以每月 30 天计，每天每头牛饲养成本为 8.1 元。而如果按行业平均水平推算，在秦宝牛 18～22 个月的育肥周期中，一头牛平均每天要吃 7.5 公斤饲料，饲料以玉米为主，兼有大麦、小麦、麸皮，价格在 2.6 元/公斤左右。此外还有人工工资、水电、防疫费用等。不算折旧投入，一头育肥牛平均每天耗费成本 30 元，而育肥期这一数值将高达 36 元。秦宝牧业的成本不足行业平均成本的 1/3，这恐怕养的不是普通的牛，而是"老子的青牛了"！

可见，秦宝牧业的问题首先在于成本和收入的不匹配，以离奇的低成本贡献了高收入；进一步，这种低成本与行业平均水平也不匹配，以至于暴露了真相。

比较

这种比较是立体的，包括横向比较和纵向比较。

横向比较是同行间的比较，同一个行业的玩家面临的是相同的环境，在很多方面有共同点。

最早的时候，中国游戏行业采取的是计时收费模式，游戏运营商按玩

① 出栏：一般泛指家畜养到可被出售或者被宰杀，不必再被饲养时的状态。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家的在线时间向玩家收费。这种收费又分为计点收费和包月收费两种：前者是指，玩家先购买点卡，每张点卡对应一定的游戏点数，游戏运营商按玩家的在线时间扣取点数，也就是收费；包月收费则是指，游戏运营商按照固定的时间为单位（通常是一个月）向玩家收费，玩家只需要购买一张月卡，就可以在一个月的时间内畅游线上游戏。不管是计点收费还是包月收费，玩家都要先付钱才能玩游戏，游戏存在一定的门槛。

2006年，巨人网络在推广《征途》时宣布，玩家上线可以免费玩游戏，游戏的门槛一下子就被拉到了零。《征途》获得了巨大成功，最高同时在线人数突破了210万，为巨人网络赚取了大量收入——收入来源于“增值服务”，比如升级装备。免费模式从此成为中国网络游戏的标准。

纵向比较则是企业自身不同时期的比较。企业的业务不太可能在短期内发生革命性的变化，卖手机的会继续卖手机，卖猪饲料的会继续卖猪饲料，一家企业不太可能今年卖猪饲料，明年又跑去卖手机，管理层没有这样的水平，已经投入的资本也不能这么随意的切换。因此，企业的业务应该呈现出比较靠谱的一致性。

2011年7月，广东木林森股份有限公司的IPO申请已经过会，但直到2014年，木林森公司依然未能上市。其中一个重要的原因即在于，媒体质疑其收入造假。

木森林公司的业务范围是LED（发光二极管，一种能够将电能转化为可见光的固态的半导体器件）及其应用产品的制造。2008年，木林森公司营收3.85亿元；2009营收4.56亿元，同比增长18.43%；2010年营收突增78.52%至8.15亿元，如表6-4所示。

单从公司纵向层面来看，这一增速确实惹人怀疑。因为一般来说，由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于前期基数较小，这一数值一般都会随着公司生命周期的变动从高到低发展，除非行业发生了变化。木森林对营收突增的解释是：受益于 LED 封装和应用市场需求增多，及公司在行业中的市场知名度扩大。一方面，与公司长期合作的客户对 LED 封装及应用产品的需求呈增加的态势，长期合作的客户带动公司营业收入增加 27883.08 万元，占当年营业收入增加额的 77.81%；另一方面，凭借着在行业内良好的口碑，公司于 2010 年加大市场营销力度，获得部分新增 LED 下游客户，其中营业收入超过 200 万元的新增客户为 9 家，新增客户带动公司营业收入增加 7953.03 万元，占当年营业收入增加额的 22.19%。

表 6-4　木林森 2008—2010 年营收　　（金额单位：万元）

公司	项目	2010 年	2009 年	2008 年
雷曼光电	营收	20610.26	10164.17	7564.66
	营收增速	102.77%	34.36%	
鸿利光电	营收	43750.63	25659.15	23216.75
	营收增速	70.51%	10.52%	
木林森	营收	81476.63	45640.52	38537.97
	营收增速	78.52%	18.43%	

木森林公司在 LED 行业中的知名度是否扩大不得而知，但行业的需求增多则可以从旁印证：已经在 A 股上市的同行包括雷曼光电、鸿利光电等，2010 年，上述公司的营收也出现了突增的迹象。这一现象确实可以证明 LED 行业需求增大。

木森林公司的例子说明，如果一家企业的营收或者其他指标出现了异常的变化，这或许是我们最好的切入点。我们再来看看鲁信创投的“咸

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

鱼大翻身”。

鲁信创投的原名为山东泰山磨料磨具股份有限公司，顾名思义，其主营业务为磨料磨具和涂附磨具的生产销售。后来，大概是觉得生产制造这行太低端，于是该公司转身进入了创业投资和投资管理、咨询行业。虽然号称“中国创投第一股”，但其业绩其实并没有什么过人之处，2009 年还亏损了 1000 多万元。不过这一情况在 2010 年发生了“乾坤大挪移”，鲁信创投不但扭亏为盈，还盈利 4.2 亿元，如表 6-5 所示。

表 6-5　鲁信创投 2006—2010 年营业利润　　（单位：万元）

指标	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
营业利润	543.01	834.75	533.06	−1243.48	41905.90

如果我们来分析鲁信创投，那么这一“暴增”就应该引起我们十二分的关注，因为这种变化显然偏离了“一致性”。为什么暴增？深入挖掘，我们就会发现，这是因为鲁信创投得到了“政策红利”。中国证监会 2011 年第一期《会计准则监管问题解答》规定，相关持股比例下降部分视同长期股权投资处置，按新的持股比例确认归属于公司的被投资单位增发股份导致的净资产增加份额，与应结转持股比例下降部分的长期股权投资账面价值之间的差额计入当期损益。按照上述会计处理方法，鲁信创投投资的企业在进行 IPO 之后，原来计入的资本公积金将被调整为投资收益，从而增加收益。

有罪推定是一种心理假设和分析指南，是我们发现问题的武功心法；匹配和比较是我们发现真相的秘密武器。两者结合在一起，企业就像放在艺术展馆的名画，任由我们欣赏。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

>> **肖星**

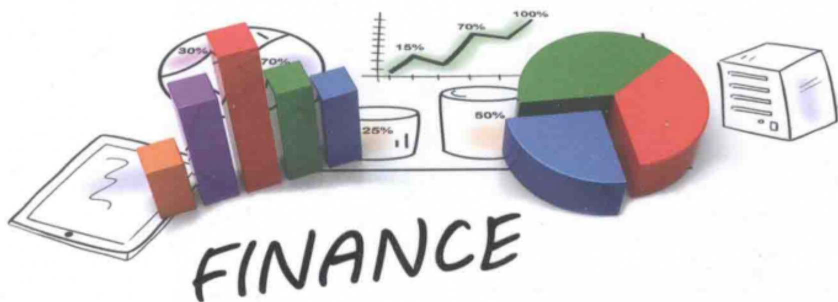
清华大学会计系主任

学习财务或者从事财务工作的人多半养成了“谨小慎微”的职业习惯，传统的财务书籍也往往显得“一本正经”、言语拘谨，而本书作者的行文却颇为活泼，这无疑大大增加了此书的趣味。

>> **赖其聪**

广东猛狮电源科技股份有限公司副董事长、副总裁、财务总监

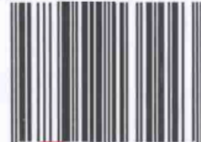
本书以翔实的案例、生动有趣的语言，向我们展示了公司财报的方方面面，其蕴含的分析逻辑和解决问题的思维尤其值得我们关注。它的出现，将很大程度上帮助广大缺少财会基础，或希望进一步提升财报分析能力的读者，解决看不懂财报的问题。





上架建议 ◎ 经济读物 · 通俗财会

ISBN 978-7-308-13544-3



定价：39.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

封面
书名
版权
前言
目录
第1章　财报初体验
　　财报简史
　　编财报就是“戴着镣铐跳舞”
第2章　企业的“史记”
　　一窥企业的家底儿
　　资产创造价值
　　资产变现偿债
　　资产结构：盈利和变现的最优配置
　　资本结构：平衡负债与权益
　　负债二三事
　　均衡和效率：资产、负债和权益
　　资产负债表里的“护城河”
第3章　一切为了利润
　　收入的增长和持续增长
　　成本的秘密
　　毛利率，没什么比这更重要
　　利润表里的“护城河”
　　利润是怎么来的
第4章　财务分析的显微镜
　　从哈耶克到凯恩斯，从索罗斯到巴菲特
　　分析的逻辑
　　三张报表和一个故事
　　深度分析：杜邦分析法的运用
　　整体分析：企业的自洽
　　行业周期和行业结构
　　企业的“护城河”
第5章　风险的价格
　　风险社会
　　固定成本的陷阱
　　借鸡生蛋的财务风险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杠杆！杠杆！
消失的业务
一枚硬币的两面
第6章　财报是一面“照妖镜”
新大地的故事
舞弊三角“神器”
合法的犯罪：盈余管理
舞弊和“补丁”
“照妖镜”案例分析
封底